

62948

T.C.
SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ İLE GİRİŞİMCİ
FİKİRLERİN EKONOMİYE KAZANDIRILMASI
VE
TÜRKİYE' DE UYGULANABİLİRLİĞİ

DANIŞMAN
Prof. Dr. Gültekin RODOPLU

HAZIRLAYAN
A. Cüneyt ÇETİN

ISPARTA 1997

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	I
TABLolar.....	V
ŞEKİLLER	VI
KISALTMALAR	VII
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. RİSK SERMAYESİ	3
1.1. Risk Sermayesi Kavramı	3
1.2. Risk Sermayesi Tanımı ve Kapsamı.....	3
1.3. Risk Sermayesinin Doğuşu ve Tarihi Gelişimi.....	4
1.3.1. Doğuşu.....	5
1.3.2. Tarihi Gelişimi.....	5
1.3.3. Küçük İşletmelere Yönelik Gelişimi.....	7
1.4. Risk Sermayesinin Özellikleri ve Diğer Finansman Modelleri İle Karşılaş- tırma	9
1.4.1. Özellikleri	10
1.4.2. Risk Sermayesi ve Ortak Girişim.....	11
1.4.3. Risk Sermayesi ve İştirak.....	12
1.4.4. Risk Sermayesi İle Ortak Girişim ve İştirakin Karşılaştırılması	13
1.5. Risk Sermayesinin Ülke Ekonomisine Katkısı ve Firmalara Sağladığı Katma Değer.....	15
1.5.1. Ülke Ekonomisine Katkısı	15
1.5.2. Firmalara Sağladığı Katma Değer	16

İKİNCİ BÖLÜM

2. RISK SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ	19
2. 1. Gelişmiş Ülkelerin Risk Sermayesi Fon Kaynakları.....	19
2.1.1. Ticari Bankalar ve Yatırım Bankaları.....	19
2.1.2. Finansal Kurumların Risk Sermayesi Şirketleri.....	20
2.1.3. Özel Risk Sermayesi Şirketleri	20
2.1.4. Sigorta Şirketleri ve Vakıflar	21
2.1.5. Yatırım Fonları ve Grupları.....	21
2.1.6. Üniversiteler ve Kamu Kuruluşları	22
2.1.7. Özel Kaynaklar ve Nakit Fazlası Olan Şirketler.....	22
2.2. Risk Sermayesi Şirketleri İşleyişi ve Çalışma Yöntemleri	23
2.2.1. Risk Sermayesi Finansında Taraflar ve Arasındaki İlişkiler	23
2.2.2. İşleyişi.....	28
2.2.3. Çalışma Yöntemleri.....	31
2.3. Risk Sermayesi Şirketlerinin Girişim Şirketi Finansmanında Kullandıkları Araçlar.....	35
2.3.1. Adi Hisse Senetleri (Common Stock).....	35
2.3.2. Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller (Convertible Debentures)	36
2.3.3. Warrantlar ve Borçluluğu Temsil Eden Senetler (Warrants and Debt Securities)	37
2.3.4. İntifa Senetleri.....	38
2.4. Risk Sermayesi Şirketleri Yatırım Aşamaları.....	38
2.4.1. Sermaye Derleme (Fon Toplama) Aşaması.....	39
2.4.2. Çekirdek Sermayesi	40
2.4.3. Başlangıç Sermayesi	40
2.4.4. Erken Aşama Sermayesi	41
2.4.5. Büyüme- Gelişme Sermayesi	42
2.4.6. Köprü Finansmanı ve Ara Finansman.....	43
2.4.7. Yerine Koyma Sermayesi.....	44
2.4.8. Şirket Kurtarma Sermayesi	44
2.4.9. Şirket Paylarının veya Varlıklarının Satın Alınması	44
2.5. Risk Sermayesinde Girişim Şirketinin Halka Açılması.....	46

2.5.1. Halka Açılma Yöntemi	46
2.5.2. Düşük Fiyatlandırma Politikası.....	48
2.6. Risk Sermayesi Finansman Modelinde Sermaye Paylarının Durumu	49
2.6.1. Girişim Şirketi Hisse Senetleri Değerleme Yaklaşımları	50
2.6.2. Risk Sermayesi Yatırımının Fiyatlaması.....	51
2.6.3. Girişim Şirketi Hisse Senetleri Arz Fiyatının Belirlenmesi.....	53

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARI	56
3.1. A.T. Ülkelerin Küçük Ve Orta Boy İşletmelerinin Finansal Sorunları.....	56
3.2. A.T.'da Risk Sermayesi	57
3.2.1. Avrupa Risk sermayesi Birliği (EVCA)	57
3.2.2. İngiliz Risk Sermayesi Birliği (BVCA) ve Sektörün Gelişiminde Önem Taşıyan Kuruluş ve Projelerden 31.....	59
3.3. Almanya	63
3.4. Hollanda	64
3.5. Yunanistan.....	65
3.6. Japonya.....	65
3.7. A.B.D.	67
3.8. Kanada.....	68
3.9. Genel Değerlendirme ve Alınacak Dersler	69

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ GELİŞİMİ VE BENZERİ UYGULAMA- LAR	71
4.1. Risk Sermayesinin Gelişiminde İlk Girişimler.....	71
4.1.1. Teşebbüs Destekleme Ajansı	72
4.1.2. Teknoloji Geliştirme Projesi	73

4.1.3. Risk Yönetim Yatırım Danışmanlık A.Ş.	73
4.2. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansmanında Risk Sermayesi.....	75
4.2.1. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansal Yapısı ve Finansal Sorunları....	75
4.2.2. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansman ve Yönetim Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi Modeli.....	80
4.3. Türk Risk Sermayesi Sektöründe Kullanılabilecek Fon Kaynakları.....	83
4.3.1. Ticari Banka İştirakleri	83
4.3.2. Sosyal Güvenlik Kuruluşları Fon Arz ve Yatırım İşlevi.....	87
4.3.3. Sosyal Sigortalar Kurumu	89
4.3.4. T.C. Emekli Sandığı ve Özel Emeklilik Fonları.....	92
4.3.5. BAĞ-KUR.....	95
4.3.6. Özel Sigorta Şirketleri.....	96
4.4. Türk Risk Sermayesi Yatırımı Yardımcı Kuruluşları.....	100
4.4.1. Özel Finans Kurumları.....	100
4.4.2. KOSGEB	102
4.4.3. Türkiye Halk Bankası ve VakıfBank.....	103
4.4.4. Türkiye Kalkınma Bankası.....	105
4.4.5. Üniversitelerin Girişimleri ve Teknoparklar.....	107
4.5. Türk Risk Sermayesinin İşleyiş Verimliliğini Engelleyen Durumlar	114
4.5.1. Fon Temini Açısından.....	114
4.5.2. Yatırım Çözülmesi (Likiditasyon) Açısından.....	116
4.5.3. Ar-Ge Açısından.....	118
4.6. R.S.Y.O. İlişkin Tebliğ ve Düzenlemeler	120
4.6.1. Risk Sermayesi Sektörünün Vergi Kanunları Karşısındaki Durumu	125
4.6.2. Risk Sermayesine İlişkin Tebliğ'in Aksayan Yönleri	126
4.7. Türk Risk Sermayesine Teklif Edilen Yapı	128
4.7.1. Risk Sermayesi Yönetim Şirketleri ve Risk Sermayesi Yatırım Fonları Yapıları	128
4.7.2. Risk Sermayesine Uygulanabilir Bir Model.....	130
4.8. Sonuç ve Öneriler.....	132
YARARLANILAN KAYNAKLAR	136

TABLolar

Sayfa No

TABLO 2.1. Risk Sermayesi Yatırım Aşamalarının Süreleri ve Risk Dereceleri.....	45
TABLO 2.2. Halka Açılmayı Düşünen X Girişim Şirketinin Tahmini Fiyat Tablosu.....	55
TABLO 4.1. KOBİ Girişimcilerinin Fon Kaynakları.....	82
TABLO 4.2. Türkiye'de Faaliyette Bulunan Bankaların Topluştırılmış Aktif Bilançosu.....	85
TABLO 4.3. Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının Gelir ve Giderleri.....	88
TABLO 4.4. SSK Gelir Yapısı.....	89
TABLO 4.5. SSK Fonları.....	90
TABLO 4.6. SSK Plasmanları Yüzde Dağılımı.....	90
TABLO 4.7. Bağ-Kur Toplam Prim Gelirleri.....	96
TABLO 4.8. Sigorta Şirketlerinin Portföy Yapısı.....	98
TABLO 4.9. Reasürans Şirketlerinin Portföy Yapısı.....	99
TABLO 4.10. İTÜ-KOSGEB İşbirliğiyle Risk Sermayesi Verilerek Desteklenen Projeler.....	110

ŞEKİLLER

Sayfa No

ŞEKİL 2.1. Risk Sermayesinde Yer Alan Taraflar ve Arasındaki İlişkiler.....	24
ŞEKİL 2.2. Risk Sermayesi Şirketinin İşleyişi.....	30
ŞEKİL 4.1. Mudaraba Ortaklığının İşleyişi.....	101
ŞEKİL 4.2. Risk Sermayesinin Sanayiye Aktarılması.....	113
ŞEKİL 4.3. Risk Sermayesine Uygulanabilir Bir Model.....	131



KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.	: Adı geçen eser
a.g.m.	: Adı geçen makale
a. g. t.	: Adı geçen tebliğ
ARDC	: American Research and Development Corporation (Amerikan Araştırma ve Kalkınma Kuruluşu)
AT	: Avrupa Topluluğu
BES	: Business Expansion Scheme (İş Genişletme Planı)
BVCA	: British Venture Capital Association (İngiliz Risk Sermayesi Birliği)
CDC	: Canadian Development Corporation
DESİYAB	: Devlet Sınai Yatırım Bankası
DİE	: Devlet İstatistik Enstitüsü
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
EASDAQ	: European Association of Securities Dealers Automated Quotations (Avrupa Tezgah Üstü Hisse Senedi Borsası)
ESCFN	: European Seed Capital Fund Network (Avrupa Çekirdek Sermayesi Fonu Ağı)
EVCA	: European Venture Capital Association

GŞ	: Girişim Şirketleri
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İSO	: İstanbul Sanayi Odası
İTAŞ	: İzmir Teknopark Anonim Şirketi
İTO	: İstanbul Ticaret Odası
İTÜ	: İstanbul Teknik Üniversitesi
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
KOSGEB	: Küçük ve Orta Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
KÜSGET	: Küçük Sanayi Geliştirme Merkezi
MBOs	: Management Buy Outs (İşletme içindeki yöneticilerce şirket satın alınması)
NRDC	: National Research Development Corporation (İngiliz Milli Araştırma ve Kalkınma Kuruluşu)
RG	: Resmi Gazete
RSYO	: Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı
S	: Sayfa
SBA	: Small Business Administrations (Küçük İşletme İdaresi)
SBICs	: Small Business Investment Companies (Küçük İşletme Yatırım Şirketleri)

SEGEM	: Sınai Eğitimi Geliştirme Merkezi
SPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
SSK	: Sosyal Sigortalar Kurumu
TDA	: Teşebbüs Destekleme Ajansı
TKB	: Türkiye Kalkınma Bankası
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜBİTAK	: Türkiye Bilimsel ve Teknik Araştırma Kurumu
VCF	: Venture Capital Form
VUK	: Vergi Usul Kanunu
3İ	: Investors In Industry (İngiltere'nin en büyük Risk sermayesi kuruluşu)

GİRİŞ

İkinci Dünya Savaşı yıllarında Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkan ve 1980'li yıllarda en mükemmel dönemini yaşayan "risk sermayesi" kavramı, özellikle yüksek teknolojiye yönelik yatırımlar yoluyla rekabet gücü sağlayıcı ve istihdamı artırıcı etkisiyle dünya üzerinde önemini giderek artırmaktadır.

Yapılan bu çalışmayla, risk sermayesi kavramı, uygulama sahaları, verimli ve başarılı olabilme şartları araştırılarak, "risk sermayesiyle" finansman sağlayabilme amacı baz alınmış, son yıllarda gerek sosyal ve iktisadi gerekse de teknolojik olarak büyük bir değişim ve gelişim süreci içerisinde bulunan yeryüzünde bu hızlı değişime ayak uydurabilecek bir potansiyel olarak görülen Küçük ve Orta ve Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) önünde bir engel olarak duran finansman sorununa "risk sermayesi" vasıtasıyla çözüm getirilmeğe çalışılmıştır.

Yeni ve gelişme potansiyeli büyük, çoğunlukla yüksek teknolojiye dayalı küçük girişimcilere, şirket sahipliğinin belli bir yüzdesi karşılığı sağlanan "risk sermayesi," küçük girişimci şirket ile risk sermayedarı arasında bir çeşit ortaklık kurmaktadır. Bu özelliği sebebiyle, ülkemizde son 15 yıldır izlenen ekonomi politikalarının sonucu olarak "risk sermayesi" daha bir önem kazanmış, konuyla ilgili yasal düzenlemeler tamamlanarak yavaş yavaş faaliyete geçmeye başlamıştır.

Türkiyenin uygulama ve mevzuat alanında karşılaştığı birtakım güçlükleri aşması ve ekonomisine gelebilecek iktisadi dengesizlikleri asgari bir seviyeye indirmeye çalışması amacıyla, risk sermayesiyle finansman sağlanması yolunda büyük aşamalar geçirmiş olan ABD ve diğer ülke örnekleri incelenmiştir.

Ülke örnekleri incelenirken bu örneklerdeki her türlü şartların ülkemiz şartlarından farklılıklar gösterebileceği düşünülerek, bu örneklerin aynen uygulanması önerilmemiş ancak, mevcut sosyal, iktisadi ve teknolojik koşullarımız göz önünde bulundurularak sadece ülkemize has çözümler ve modeller oluşturulmaya çalışılmıştır.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde risk sermayesi kavramı, özellikleri ve diğer finansman modelleri ile karşılaştırılması yapılmış olup ülke ekonomisine katkısı ve firmalara sağladığı katma değer açıklanmaya çalışılmıştır.

İkinci bölümde risk sermayesi kaynakları, risk sermayesi şirketlerinin işleyişi ile çalışma yöntemleri etraflıca ve teorik olarak anlatılmakta, ayrıca, girişim şirketi finansmanında kullanılan sermaye piyasası araçlarına yer verilerek, finanslama ve yatırım aşamaları ile girişim şirketinin halka açılma yöntemlerine ilişkin bilgiler verilmiştir.

Üçüncü bölümde çeşitli ülkelerdeki "risk sermayesi" uygulamaları verilerek, bu ülkelerin finansman piyasalarındaki potansiyel rolü ve ülkemiz açısından bir karşılaştırma imkânı verebilmesi yönünden analizleri yapılmıştır.

Dördüncü bölümde ise, Türkiye'de risk sermayesinin gelişimi ve KOBİ'lere yönelik bir çözüm olarak "risk sermayesi modeli" verilmiştir. Ayrıca, Türkiye'nin içinde bulunduğu şartlar değerlendirilerek, çeşitli kurumların mali tabloları, gelir-gider durumları ve plasmanları incelenmiş, risk sermayesi sektöründe kullanılacak fon kaynakları ile yatırım potansiyeli sahibi "yardımcı kuruluşlar" araştırılmıştır. Bunun yanı sıra risk sermayesi sektörünün verimli çalışmasını engelleyebilecek durumlar ve bu durum karşısında teklif edilebilecek yapıya değinilerek, uygun yapılaşmanın sağlanabilmesi için getirilebilecek muhtemel çözüm ve öneriler verilmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. RİSK SERMAYESİ

1.1. Risk Sermayesi Kavramı

Risk Sermayesi Batı dünyasında "Venture Capital" olarak isimlendirilen bir finansman modelidir. Ülkemizde bu kavram kimi yazarlarca Risk Sermayesi,¹ Cesaret Sermayesi,² Riziko Sermayesi,³ Küçük Girişimci Sermayesi⁴ gibi muhtelif şekillerde kullanılmaktadır. Yine değişik kaynaklarda "İyi bir iş kurma fikri, girişimcilik yeteneği ve bilgisine sahip olan ancak yeterli ya da hiç parası olmayan bir kişiye ya da kişilere fikirlerini gerçeğe dönüştürmek için, gerekli finansmanı bulma imkânı sağlayan bir model"⁵ şeklinde basit bir biçimde ifade edilmektedir.

1.2. Risk Sermayesi Tanımı ve Kapsamı

"Venture" kelimesi, risk, riziko, şans işi, cüret etmek, tehlikeli bir işe atılmak⁶ şeklinde tanımlanmaktadır. Literatürde ise Venture Capital kavramı, "özellikle yeni veya spekülatif girişimlerin sermayelerine yatırılan veya bu yatırımların finansmanında kullanılabilen para"⁷ şeklinde tanımlanmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 6 Temmuz 1993 tarih ve 21629 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar" Tebliği'nin (seri VIII, No:21) 3. maddesinde risk sermayesi aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.

Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli buhunan ve menkul kıymetlerinin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince, birinci el

¹ Gültekin RODOPLU, *Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri*, 1.Baskı, İstanbul, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı, Yayın No : 459- 692, Yayın Matbaası, 1993, s. 117.

² Ayhan ŞENYUVA, *Cesaret Sermayesi*, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Yayın No: 311, Doğu Matbaacılık, Ankara, 1990, s.1.

³ Abdurrahman FETTAHOĞLU, *Riziko Sermayesi Finansı, Koşulları ve İşleyişi*, KOSGEB Yayınları, Trabzon, 1992, s.15.

⁴ Ergün TÜRKCAN, "Küçük Girişimci Sermayesi (Venture Capital) Hakkında", *Para ve Sermaye Piyasası Dergisi*, Sayı 93, Kasım 1986, s.12.

⁵ Halil SARIASLAN, "Venture Capital (Risk Sermayesi) Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulama Olanakları", *ASO Dergisi*, Sayı 113, Ocak-Şubat 1992 Eki, s.2. Benzeri ifadeler için bakınız : Serpil CANBAŞ, *Küçük İşletmeciliği ve Girişimciliği Teşvik Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları*, Tes-Ar Yayınları, No:6, Ankara, 1992, s.72; M.Berra ALTINTAŞ, "Bir Finans Tekniği Olarak Risk Sermayesi", *Sermaye Piyasası Dergisi*, Sayı: 94, Aralık 1986, s.32.

⁶ Redhouse İngilizce-Türkçe Sözlük, 1993, s. 1097.

⁷ TÜRKCAN, a. g. m., s. 12.

piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarım şekline Risk Sermayesi Yatırımı" denir.

Risk Sermayesi, gelişme potansiyeli olan ve özellikle teknolojik yeniliklere dönük projeleri destekleyen bir finansman yöntemidir. Bu tip yatırımlardan, yüksek risk taşımakla beraber, gelecekte tatmin edici kâr sunmaları beklenir.⁸

Ancak bu konuda orjinal ve diğer bir tanım aşağıdaki gibi verilebilir.

"Risk sermayesi, kaynak yetersizliği nedeniyle hayata geçirilemeyen, başarıya ulaşma olasılığı yüksek yatırım projelerinin finansmanını, yönetimine katıldığı yeni şirketler kurarak yapan ve ileride oluşacak kârlar ile pay senetleri fiyat artışlarından yararlanmayı hedefleyen örgütlenmiş bir portföy yönetim kuruluşudur".⁹

Risk Sermayesi, yüksek gelişme potansiyeline sahip ve rekabet üstünlüğü olan işletmelere uzun vadeli yatırım yapmakla beraber büyümek isteyen küçük işletmelere, finansal darboğazlara düşmüş ancak bu durumdan kurtulmak ve yüksek kâr sağlama potansiyeli olan kurulu işletmelere, özelleştirme nedeniyle satılan kamu işletmeleri ve özel firmaları satın alma gibi çeşitli alanlara yatırım yapan geniş kapsamlı bir finansman modelidir.¹⁰ Bu konudaki uzman kuruluşlar gerektiğinde aktif yönetim desteği ve diğer uzmanlık hizmetleri de sunarak ekonomik değer artışı sağlamaktadırlar. Kuruluşlar, portföylerindeki menkul kıymetlerin değerlerini artırmak ve söz konusu menkul kıymetleri elden çıkarmak suretiyle yüksek getiri sağlayabilmektedirler.¹¹

Risk sermayesinde, girişimci aynı zamanda yönetsel bilgi birikimini ve deneyimini kullanarak, aktif olarak firmanın fizibilite çalışmalarına, kuruluşuna ve yönetimine katılmaktadır. Böylelikle hem küçük ve orta büyüklükteki firmaların yönetsel deneyimlerinin eksikliği giderilmekte, hem de risk sermayesi şirketi riski azaltmak için firmayı kontrolü altında tutmaya kadar varan kapsamlı bir dizi faaliyette bulunmaktadır.¹²

1. 3. Risk Sermayesinin Doğuşu ve Tarihi Gelişimi

Risk sermayesi finansman modeli yeni olmakla birlikte geçmişte incelendiğinde, tarihte benzeri pek çok uygulamalarına rastlamak mümkündür.

⁸ Tülay ZALMOĞLU, *Risk Sermayesi ve Türkiye' de Uygulanma Olanakları*, 1. Baskı, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:19, Pelin Ofset, 1995, s.3.

⁹ RODOPLU, a. g. e., s. 117.

¹⁰ SARIASLAN, a. g. m., s. 2.

¹¹ ZALMOĞLU, a.g.e., s. 3.

¹² Rifat ESEN, "Venture Capital", *Dünya Gazetesi*, 20.10.1989, s. 4.

1.3.1. Doğuşu

Risk sermayesinin ilk fikir olarak ortaya çıkışı hakkında farklı görüşler ortaya atılmaktadır. Bazılarına göre, günümüzdeki risk sermayesi finansman modelinin kaynağı İslam dinindeki "Mudaraba ve Muşaraka" ortaklık biçimidir.¹³ Mudaraba, sermaye sahibinin belli miktar sermayeyi işletmeciye ticaret yapmak üzere vermesi ve elde edilecek kâra, belirledikleri şartlara göre ortak olmalarıdır. Muşaraka ise, sermayeyi işleteninde, kullanılan sermayeye katılımda bulunduğu ortaklık biçimidir.¹⁴

Bazı tarihi hadiseler ışığında bu finansman tekniğini XIII. yüzyılda var olan Ahilik Teşkilatının çalışmalarıyla bağdaştırabiliriz. Her Ahi Birliğinin hazinesi diyebileceğimiz "orta sandığı", esnaf vakfı, esnaf kesesi veya esnaf sandığı denilen karşılıklı yardımlaşma ve sosyal güvenlik sandığı vardır. Teşkilat bu yardım sandığı vasıtasıyla üyelerine sosyal güvenlik sağladığı gibi, teşkilat için gerekli harcamalar yapıldıktan sonra, artan para esnafa *kredi* olarak verilirdi. Aynı zamanda esnafa (küçük girişimciye) lâzım olan hammadde temin edilirdi. Böylece esnaf tefecilerin eline düşmekten kurtulmaktaydı. Burada orta sandığın geliri, her esnafın satışının belli bir yüzdesini orta sandığına getirmesiyle oluşmaktadır.¹⁵

Dolayısıyla Ahi Birliği finansman kaynağı (sermaye sahibi), esnaf (işletmeci) ise projesini hayata geçirmek amacı ile girişimci sıfatıyla hareket etmiştir.

Risk sermayesi kavramı kökleri Rönesans İtalyasına kadar uzanan bir finansman yöntemidir. Onbeşinci yüzyıldan beri İtalyan şehir devletlerinden İngiltere'de, endüstri devrimi sonucu endüstriyel kapitalizme dönüşen dünya kapitalizmi içinde sermayedarlar, devamlı risk alan bir girişimci olagelmıştır. Nasıl olursa olsun, ekonomik faaliyette bulunan her sermayedar bir risk veya şans karşısında bulunmuştur. Bu manada Venture Capitalizm'in yeni bir olgu olmadığı ifade edilebilir.¹⁶

1.3.2. Tarihi Gelişimi

Risk Sermayesi 20. yüzyılda Avrupa'da venture capital olarak ortaya çıkmıştır. Ortaçağ'da macera arayan tüccarlar ile Londra, Lizbon, Paris, Madrid gibi zengin muhitlerde oturan varlıklı kişiler, Uzakdoğu ve Hindistan seferlerine çıkan cesur, riske atılmaktan hoşlanan gemi kaptanlarına para desteği sağlardı. Böylece bu kişiler yatırdıkları sermayeden fazlaca bir kazanç elde etmekteydiler.¹⁷

¹³ Hakan KARALAR, *Ülkemizde Girişimcilik ve Risk Sermayesi*, Ankara Genç İş Adamları Derneği Yayını, Ankara, 1990, s. 24.

¹⁴ Geniş bilgi için bakınız: Hamdi DÖNDÜREN, *Delilleriyle Ticaret ve İktisat İlmihali*, Erkam Yayınları, Yayın No:75, İstanbul, 1993, s.426.

¹⁵ Yusuf EKİNCİ, *Ahilik*, 3. Baskı, Ankara, 1991, s. 36-37.

¹⁶ TÜRKCAN, a. g. m., s. 12

¹⁷ Tony LORENZ, *Venture Capital Today*, Woodhead Faulkner, 2 nd. ed., London, 1989, s. 6.

Bugünkü anlamıyla 1950' li yıllarda ABD'de ortaya çıkan ve kuramsal gelişimini tamamlayarak somut bir nitelik kazanan risk sermayesi finansman modeli, 1970'li yıllardan bu yana çok büyük boyutlara ulaştıktan sonra İngiltere ve Japonya'da geniş uygulama alanı bulmuştur.

Geçmişin tecrübeleri kurumlaşmamış risk sermayesi uygulamalarıdır. Gerçek anlamda kurumlaşmış ilk risk sermayesi uygulamaları 18. Y.Y. 'ın sonlarıyla 19. Y.Y. başlarında Stephenson, Arkwright, Crompton ve Brunel gibi varlıklı kişilerin İngiltere endüstri devrimi sırasında projelerin finansmanında sağladıkları fonlara dayanmaktadır.

Risk sermayesinin gelişimi 1930'lı yıllarda ilk profesyonel ve modern fon yönetim kurumu Charterhouse'un kurulmasına kadar uzanmaktadır. Bu kurum özel fonlarıyla İngilteredeki genç ve büyümekte olan küçük işletmelere fon sağlamaktaydı.¹⁸

A.B.D.'de II.Dünya Savaşı öncesi risk sermayesi yatırımları, varlıklı şahıslar, biraraya gelen yatırımcılar ve profesyonel yönetici çalıştıran aile şirketleri tarafından yapılmaktaydı. Küçük ve Orta Ölçekli işletmelerin finansman sorunları, risk sermayesi modelinin gelişmesinde etkin rol oynamıştır. Bu konudaki ilk araştırmalar 1931 yılında İngiltere'de Harold Mac Millan başkanlığında yapılmış ve bu işletmelerde uzun vadeli finansman sağlama güçlükleri yaşandığı tespit edilmiştir.¹⁹ "Mac Millan Gap" adı verilen bu olay, konvansiyonel banka sisteminde, kredilerin, kendini ispatlamış büyük anonim ortaklıklara yöneldiğini, dolayısıyla yeni girişimciler tarafından kurulan küçük işletmelerin banka kredilerinden faydalanamadıklarını ortaya koymaktadır.²⁰

1946 yılında, Amerikada "American Research and Development Corporation" (ARDC) kurulmasıyla, küçük işletmelere finansman sağlamak üzere ilk defa kurumsal niteliğe sahip bir kuruluş oluşturulmuştur.²¹ Risk sermayesinin ilk dönemlerinde, küçük yatırımcılar, girişimcilerin ve risk sermayedarlarının yüksek teknoloji firmalarına yaptıkları yatırımlardan bu kadar kazanç sağlayabileceklerini tahmin etmiyorlardı. Risk sermayesi sektöründe başarılı olan öyle çok şirket vardırki, bunlardan en başarılı olanlarından örnek olarak (ARDC) verilebilir. ARDC, birkaç bin dolar yatırımla Digital Equipment Corporation'a ortak olup onu finanse etmiştir. Bu yatırımdan 100 Milyon doların üzerinde bir kazanç sağlamıştır.²² 1958 yılına kadar bu sektörde resmi anlamda

¹⁸ LORENZ, a. g. e., s. 6-7.

¹⁹ Tansu ÇİLLER, Murat ÇİZAKÇA, *Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri*, İSO Yayınları, Yayın No: 1989/7, İstanbul, s. 144.

²⁰ Sudi APAK, *Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler*, Emlak Bankası Yayınları, İstanbul, 1993, s. 157.

²¹ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 7.

²² Robert C. PEREZ, *Inside Investment Banking*, Praeger Publishers Printed in The United States Of America, 1984, s.21.

hiçbir önemli adım atılmamıştır. Ancak aynı yıl "Federal Reserve System" tarafından küçük firmaların finansmanı konusunda çalışmalar yapılmıştır.

1.3.3. Küçük İşletmelere Yönelik Gelişimi

1950'li yıllarda çıkartılan bir yasa tasarısıyla, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere uzun dönemli finansman sağlanmasında yardımcı olmak üzere "Small Business Administration" (SBA) veya Teşebbüs Destekleme Ajansı diyebileceğimiz kuruluş kurulmuştur.²³ SBA'nın, küçük firmaların kısa vadeli fon ve işletme sermayesi gereksinmelerini ticari bankalar yanında karşıladığı, ancak uzun dönemli fon ve özkaynağa olan taleplerini karşılamadığının saptanması üzerine, 1958 yılında özel bir yasa "Small Business Investment Act" yürürlüğe konulmuştur. Bu kanunla SBA iznine ve denetimine tâbi kâr amacı güden Küçük İşletme Yatırım Şirketleri (SBIC) oluşturulmuştur. Aynı zamanda bu sektöre yapılacak olan özel sektör yatırımlarını teşvik etmek amacıyla vergi indirimleri getirilmiş ve borçlanma imkanları artırılmıştır.²⁴

SBIC beklenen başarıyı gösterememiş ve çoğu firma sermaye yetersizliği nedeniyle faaliyetlerine son vermiştir. Bu durumun sebebi, SBA'nın finanse ettiği kuruluşlar olan SBIC'ler, küçük ve orta ölçekli işletmeleri desteklemekte fakat bu şirketlerin sermayelerinin dörtte üçü, faiz karşılığı kredi olarak alınmış SBA fonlarından oluşmaktadır. İlk sakınca burada ortaya çıkmıştır. SBIC şirketinin SBA'ya olan borcunu belli bir zaman içinde ve faizi ile ödemek zorunda olması, bu şirketin uzun dönemli ve riskli yatırımlara girmesini önleyerek, risk sermayesi sektörü içindeki etkinliğini sınırlamıştır. Yine SBA'nın bir SBIC şirketine açabileceği kredi tavanının 35 milyon doları aşmaması da SBIC şirketlerinin etkinliğini azaltmıştır. Ayrıca SBA'nın direkt olarak devlet bütçesine bağlı bulunması, SBA'nın bürokratik işlemlerinin artmasına ve bütçeden ayrılan paylarının azalmasına sebep olmuştur.²⁵

1962 yılında 600 adet SBIC kurulmuştur ve söz konusu başarısızlık sonucu 1960'lı yılların sonlarına doğru küçük firmaların sayısı 300'ün altına düşmüştür. Tüm bu sürece rağmen hem SBA hem de SBIC başlangıçta beklenen başarıyı gösterememelerine rağmen, risk sermayesi sektörünün gelişmesinde çok önemli roller oynamışlardır.²⁶

1960 sonrası, küçük işletme yatırım şirketleri statüsünde olan "Azınlık Girişimleri Küçük İşletme Yatırım Şirketleri (MESBIC) kurulmuştur. Amerikan ekonomisinde dezavantajlı konumda bulunan azınlıkların kurdukları küçük işletmelere

²³ F. Esra İŞERİ, *Risk Sermayesi*, Bier & Konrad Adenauer Stiftung Yayını, Ankara, 1993, s. 10.

²⁴ ZALMOĞLU, a.g.e., s. 7.

²⁵ Ali CEYLAN, *Finansal Teknikler*, 1. Baskı, Uludağ Üniversitesi Güçlendirme Vakfı Yayınları, Yayın No: 75, Bursa, 1993, s. 107.

²⁶ ZALMOĞLU, a. g. e., s. 8.

finansal destek sağlayan bu kuruluş, 1985 yılında sayıları 146'ya ulaşmıştır. Ayrıca, bu kuruluşlar özsermayelerinin dört katı kadar SBA'dan borç alma hakkına sahiptirler.²⁷

1970'li yılların sıkıntılı dönemlerinde risk sermayesi beklediği ilgiyi görememiştir. Buna rağmen 1970'lerin sonlarında, risk sermayesi yatırımları, geleneksel yatırımlarla mukayese edildiğinde, risk sermayesi şirketlerinin ayakta kalmaları ve birincil piyasada işlem gören (new issues market) yüksek teknoloji girişimleri hisse senetlerine sermaye yatırımcılarının borsada yatırım yapması, bu üstünlüğü göstermektedir.²⁸

Son yıllarda SBIC'lerin sayısı ABD'de oldukça azalma göstermiş ve gelişmekte olan sermaye piyasalarından faydalanmak amacıyla bu şirketlerin finansmanını SBA'dan bağımsız kılacak çalışmalar yapılmıştır. Bu amaçla bir bankanın ve ayrıca küçük işletme yatırım anonim şirketinin (COSBI) kurulması bu çalışmaların en önemlilerinden biridir.²⁹

Gelişmekte olan ülkelerde risk sermayesi süreci, gelişmiş ülkelerdeki hızlı sanayileşmeyle oluşan büyük sermaye birikimlerinin aşama aşama aktarımıyla aşağıdaki gibi meydana gelmiştir.³⁰

- 1900-1950 yılları arası, gelişmiş bazı ülkeler ellerinde biriken fazla miktarda sermayeyi, özellikle kendi ürünlerine pazar oluşturmak veya mutlak politik amaçlarla, gelişmekte olan ülkelere faiz karşılığı kredi, yardım veya bağış olarak kullandırmışlardır.

- 1950'den sonra gelişmiş ülkeler teknoloji yarışına hız vererek, AR-GE/GSMH oranının artış göstermesiyle, faiz karşılığı borç vermek yerine, teknolojiyi gelişmekte olan ülkelere satmayı tercih etmişlerdir. Böylece teknoloji geliştirme masraflarının bir bölümünün bu şekilde geri dönmesi amaçlanmıştır.³¹

Bu ikinci aşamada görüldüğü gibi sermaye transferi mahiyet değiştirmiştir.

- Son aşama, 1980'li yılların başından bu yana gelişen "uluslararası risk sermayesi" aşamasıdır. Uluslararası teknoloji yarışında teknolojinin hızla değiştiği bu dönemde, gelişmiş ülkeler teknoloji geliştirmeyi kendileri finanse etmek yerine, yeni fikir, buluş veya teknolojilere yatırım yapmayı tercih etmişlerdir.³²

Uluslararası teknoloji yarışında başarılı olmak, bu teknolojileri hızla satabilmeyi bağlıdır. Oysa birçok endüstride geliştirilen yeni bir teknoloji daha uygulanmaya

²⁷ SARIASLAN, a. g. m., s. 4.

²⁸ PEREZ, a. g. e., s. 22.

²⁹ SARIASLAN, a. g. m., s. 4.

³⁰ Rahmi KAYA, "Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları", *Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü Yeterlik Etildi*, Ankara, Haziran 1992, s. 47.

³¹ KAYA, a. g. e., s. 47.

³² KAYA, a. g. e., s. 48.

konulmadan, ortaya çıkan yeni bir teknoloji sonucu demode olmakta ve yapılan maliyetler o teknolojiyi geliştiren işletmenin veya ülkenin üzerinde kalmaktadır. Bu riskten kaçınmak için sermayedar risk sermayesi "venture capital" yolunu seçmektedir.

Böylece bu teknolojilere veya fikirlere sahip olan ancak finansman imkânından mahrum bulunan küçük işletmelerin hisse senetleri satın alınarak, bu endüstride yeni bir ürün veya yeni bir teknoloji piyasaya çıkacağı anda, piyasada fiyatı çok yükselmiş bulunan hisse senetleri satılmakta ve diğer yeni teknolojilere yönelinmektedir.³³

Risk sermayesi sektörü, son 10 yılda gerek yeni sermaye oluşumunda, gerekse mevcut fonların bu sektöre aktarılmasında büyük aşamalar kaydetmiştir. 1983 yılında risk sermayesi havuzuna 4 milyar doların üzerinde yeni sermaye eklenmiş ve 2.8 milyar doların üstünde 1000 adet şirkete yatırım yapılmıştır.³⁴

1983 yılında Avrupa risk sermayesi gelişimi ve koordinasyonu amacıyla Brüksel'de kurulan Avrupa Risk Sermayesi Birliği (EVCA), 1989 yılı itibariyle 200 üyeye sahiptir. Bugün ise Avrupa'nın en önemli risk sermayesi sektörlerinin yer aldığı ülkeler olarak İngiltere ve Fransayı gösterebiliriz.³⁵

1. 4. Risk Sermayesinin Özellikleri ve Diğer Finansman Modelleri İle Karşılaştırma

Genel anlamda risk sermayesi yeni, küçük ve sermaye piyasasına piyasasına kayıtlı olmayıp hızla gelişen şirketlerin başlangıç devresi finansmanında kullanılır. Risk sermayesinin konu edilebilmesi için bazı ön koşullar gerekmektedir. Bunları aşağıdaki biçimde belirtebiliriz.³⁶

-Yeni veya ileri bir teknolojinin geliştirilmesine imkân sağlayabilecek araştırmaların mevcudiyeti,

-Bu araştırmalar sonunda ortaya çıkabilecek ürünleri ticarileştirebilecek ticari yetenek ve imkanlara sahip girişimcilerin bulunması,

-Sermaye sahiplerinin olabilecek kayıplarını telafi edebilen ölçüde zengin bir "teknoloji geliştirme kaynağı" bulunması gerekmektedir.

Bu ön koşulların mevcut olduğu bir girişime finansman imkânı sağlayan Risk sermayedarı, fikirler ve finansman kaynakları arasında bağlantı kurar ya da bu bağlantının oluşması için aracı gibi davranır.

³³ Özdemir AKMUT, *Risk Sermayesi*, A.Ü. SBF., İŞl. Ek. Araş. ve Uyg. Merk., Hizmete Özel Baskı, Ankara 1990. s. 2.

³⁴ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 8.

³⁵ İŞERİ, a. g. e., s. 12.

³⁶ Sadi UZUNOĞLU, "Yeniliğin Finansmanı; Risk Sermayesi", *BUSİAD'dan Bakış Dergisi*, Eylül, 1994, s. 28.

1.4.1. Özellikleri

-Teknolojik Yenilik Getiren Yatırımlara Yönelme:

Teknolojik yenilik, "Risk Sermayesi"nin en temel özelliklerinden biridir. Teknolojik yenilik, yeni bir makine veya yeni bir ürün olabileceği gibi yeni bir hammadde, yeni bir pazar veya yeni bir organizasyon'da olabilir.³⁷

Risk sermayesi şirketlerince desteklenen işletmelerin çoğu üretimi ve verimliliği artıran yeni ürünlerle ekonomik kalkınmaya katkı sağlayan, yeni teknolojiyi kullanan işletmeler olmaktadır.³⁸

-Uzun Vadeli Yatırımda Bulunma:

Risk sermayesi yatırımları uzun vadelidir. Hisse senedi karşılığı yapılan bu yatırımlar, yatırımcıları 5 ile 10 yıl arasında değişen bir sürede kazanç beklemeye itebilir. İşletmenin tanınması, büyümesi ve belli bir düzeye gelmesi için zamana da ihtiyaç vardır. Bu süre genellikle 2-10 yıl arasında değişebilmektedir. Kârlı hale gelen işletmelerin hisse senetlerinin satılması sonucu elde edilen kârlar, risk sermayesinin getirisini oluşturmaktadır.³⁹

-Sermayeye Katılma:

"Risk Sermayesi", bir özkaynak yatırımı şeklinde ortaya çıkmaktadır.⁴⁰ Hisse senetleri alımı yoluyla yapılan yatırım nedeniyle yatırımcı için büyük bir risk sözkonusudur. Ancak projelerin iyi bir incelemeye tâbi tutulması, bu riski azaltabilir.⁴¹

-Aktif Yatırım:

Risk sermayesi, uygulaması ülkeden ülkeye değişmekle beraber imkânları daha geniş olan Risk sermayesi şirketi, desteklediği projeye, her türlü desteği vermekte, ihtiyaç duyulan finansman, işletme yönetimi ve organizasyonu konularında yardımcı olarak yeni kurulan işletmenin ulaşabileceği maksimum büyüklüğe varma sürecini mümkün olduğunca kısaltmaya çalışmaktadır.⁴²

³⁷ Nuşin ÇAĞLI, "Risk Sermayesi", *Girişim Dergisi*, Tosyöv Yayınları, 1995, s. 39.

³⁸ Mete BİLGİÇ, *Mülteşebbisi Desteklemeye Yönelik Krediler*, KOSGEB Klavuzu-7, Ankara, 1993, s. 32.

³⁹ Levent VARLIK, "Risk Sermayesi Finansmanı", *Muhasebe, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 44-45, Kasım-Aralık, 1989, s. 40.

⁴⁰ ÇAĞLI, a. g. m., s. 39.

⁴¹ ESEN, a. g. m., s. 3.

⁴² Cahit YILMAZ, "Venture Capital (Risk Sermayesi)", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 90, Eylül, 1993, s. 37-38.

Böylelikle risk sermayesi yatırımları gerektiğinde şirket yönetiminde söz sahibi olmakta veya fiilen şirketi yöneterek, aktif bir finansman yöntemi hüviyetine sahip olmaktadır.

-Küçük İşletmelere ve Hızlı Büyüme İsteğinde Bulunan İşletmelere Yönelme:

Risk sermayesi (Küçük girişim sermayesi) finansman modelinin en belirgin özelliği, yeni ve teknolojik gelişmeye yönelik yatırımların finansmanıdır. Özellikle Batı Avrupa uygulamalarında görüldüğü gibi, her türlü yatırımın finansmanında kullanılabilir. 43

Yüksek gelir hedefleyen risk sermayedarı genellikle yeniliğe ve hızlı büyümeye açık küçük işletmelere yönelmektedir. Böyle bir yönelişin sebebi; normalin üzerindeki gelirlerin büyük işletmelerden ziyade genç ve yeni işletmeler vasıtasıyla elde edilebileceği gerçeğidir. 43

1.4.2. Risk Sermayesi ve Ortak Girişim

Risk sermayesinde bilinen ortaklık ilişkileri yanında sınırlı ortaklık, ortak-girişim gibi ortaklık ilişkileri söz konusudur. Ortak girişim (Joint venture); iki ya da daha fazla işletmenin veya bireyin belirli bir alanda ve belirli bir amaç için faaliyet göstermek amacıyla yeni bir işletme kurmaları ve amaçlanan hedefe ulaşıldıktan sonra ayrıldıkları ortaklıktır.

Ortak girişimi, "bir işi yalnız başına yapabileme yeteneği bulunmayan bir işletmenin, iki veya daha fazla kuruluşla birlikte kaynaklarını biraraya getirip bir konsorsiyum kurarak oluşturdukları yeni işletme sayesinde, faaliyetlerini geliştirme seçeneği" 44 olarak da tanımlayabiliriz.

İşletmelerin bir ortak girişime katılımları, para, teknoloji, know-how, satış organizasyonları, üretim tesisleri olabildiği gibi makine ve teçizat cinsinden de olabilir. 45

Bir ülkenin kendi milli sınırları içinde ortak girişime girmesinin nedenlerini aşağıdaki gibi özetleyebiliriz. 46

- Ortak girişim, "girişime giren işletmelerin bazısının uzman beşeri kaynaklara, bazısının mali kaynağa bazısının da gelişmiş teknolojiye veya kaliteli hammaddeye sahip

43 ÇAĞLI, a.g.m., s. 39.

44 Erol EREN, *Stratejik Planlama ve Yönetim*, İşletme Fakültesi Yayınları, Yayın No : 234 , İstanbul, 1990, s. 217.

45 Doğan TUNCER, *Pazarlama*, Gazi Yayınları, Ankara, 1992, s. 296.

46 EREN, a.g.e., s. 218.

olmaları⁴⁷ nedeniyle ortaklığa dahil işletmeler için bir finansal kolaylık sağlar, dolayısıyla yatırım maliyetlerini azaltarak az sermaye ile büyük işlere ortaklık sağlar.

- Ortak girişim, pazar potansiyelinin artması, fiili satış miktarlarının çoğalması ve tam kapasiteyle çalışmaya sebep olduğu gibi, bağımsız bir kuruluş kurmaları nedeniyle ortaklığa giren işletmelerin bağımsızlıklarının korunması ve sürdürülmesi imkânını verir.

- Ortak girişim, bir ülkeden diğer bir ülkeye doğru gerçekleştiğinde o ülkeye yüksek teknoloji, yönetim bilgi ve becerisi ile sermaye gücünün girmesine, teknolojisini geri fakat işgücü ve tabii kaynakları bol ülkelerin işletmeleri veya girişimcilerinin müştereken işletme kurmaları, dolayısıyla hem o yöre insanının çalışarak ekonomik kalkınmaya hizmet etmesi, hem de işletme kurmaya cesaret edemeyen işadamları için bir gelişme seçeneği ortaya koyacaktır.

1.4.3. Risk Sermayesi ve İştirak

İştirak, işletmelerin diğer işletmelerde ortaklık elde etmek amacıyla yaptıkları sermaye yatırımlarıdır. Bu şekilde diğer bir işletmeye ilişkin hisse senetlerini satın almak veya sermaye payı elde etmek, ortak olunan işletmenin yönetimine ve kârlarına katılma hakkı sağlar. Ortak olmak amacıyla, hisse senetleri alma şeklindeki bu yatırım, uzun vadeli bir yatırım olmaktadır. Şayet alınan hisse senetleri kısa vadeli spekülasyon amacıyla elde bulunduruluyorsa iştirak vasfını kazanmaz.⁴⁸

Bankalar Kanununun 31.8.1979 tarih ve 28 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin 39. mad.'inde "Banka İştiraki" deyimi ile, bankaların sermayesinin en az %20'sine sahip olduğu ortaklıklar ifade edilmektedir.⁴⁹

3182 sayılı yeni Bankalar Kanununda iştirak için;

- 1) Bir bankanın sermayelerinin %15 ve daha fazlasına sahip olduğu iştiraklere,
- 2) (1) bendindeki iştiraklerinin banka iştirak payı dahil ayrı ayrı veya birlikte sermayelerinin yüzde 25'inden fazlasına sahip olduğu ortaklıklara,
- 3) (1) ve (2) bentlerindeki ortaklıkların kefaleti ile diğer gerçek ve tüzel kişilere vereceği kredilerin toplam banka özkaynaklarının iki katını ve herhalde toplam kredilerin %10'unu aşamaz, denilmektedir.

Ayrıca Tekdüzen Hesap Planı Açıklamalar kısmında Aktifte "Mali Duran Varlıklar" içerisinde iştirakler ve bağlı ortaklıklardan söz edilmiştir. İştirakler, işletmenin

⁴⁷ Ömer DİNÇER, *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, İstanbul, 1992, s. 222.

⁴⁸ Tezer ÖÇAL-Ö.Faruk ÇOLAK, *Para-Banka*, 1. Baskı, Ankara, İmge Kitabevi Yayınları, Yayın No:3, 1988, s. 54.

⁴⁹ 2.5.1985 Tarihli 18742 sayılı R.G.

doğrudan veya dolaylı olarak, diğer şirketlerin yönetimine ve ortaklık politikalarının belirlenmesine katılmak üzere edindiği hisse senetleri veya ortaklık paylarının izlendiği hesap olarak ifade edilmiştir. İştirakler hesabı, bir ortaklıktaki en fazla %50 oranında olan sermaye payları veya oy haklarının izlenmesinde kullanılır.

Bu tür yatırımların iştirakler hesabında izlenebilmesi için sermaye payı dikkate alınmaksızın sahip olunan oy hakkı veya yönetime katılma hakkını en az % 10 oranında olması gerekir.

Bağlı ortaklıklar ise, işletmenin doğrudan veya dolaylı olarak yüzde 50 oranından fazla sermaye ya da oy hakkına veya en az bu oranda yönetim çoğunluğunu seçme hakkına sahip olduğu iştiraklerin sermaye paylarının izlendiği hesaptır.⁵⁰

1.4.4. Risk Sermayesi İle Ortak Girişim ve İştirakin Karşılaştırılması

Ortak girişimin, risk sermayesi ile benzeri ve benzeri olmayan yönleri aşağıdaki gibi açıklanabilir.

-Her iki kavram da bir amacı, bir yüksek ideali gerçekleştirmek için kurulan bir ortaklığı göstermektedir.

-Risk sermayesinde, bir teknolojik icadı, yeni bir üretim sistemini veya ürünün sanayiye kazandırmak amacıyla, finansal yönden güçlü bir tarafın, finansal açıdan güçsüz ancak, elinde yeni bir fikir ya da teknolojik icat bulunan tarafa verdiği bir finansal destek söz konusudur. Buna karşılık ortak girişimde her iki tarafın gücü farklı alanlarda olduğundan, finansal güçleri aynı olmasa dahi bir finansal yapısı vardır ve ancak biraraya gelerek, güçlerini birleştirerek bir işi yerine getirme amacı güderler. Sonuçta kazancın paylaşımı vardır ve iş sona erdiğinde genellikle ayrılırlar.

-Risk sermayesinde, risk sermayesi yatırımını gerçekleştiren yatırımcı, icat veya fikirlerinin üretime geçmesiyle, bir süre sonra yeni kurulan ya da zaten mevcut olan şirket hisselerinin piyasada değer kazanmasını beklemek, sonra elden çıkarmak durumundadır. Ortak girişimde ise, finansman ve diğer faktörleri her iki şirket de sağladığı için birlikte riske girme sözkonusudur.

Risk sermayesiyle İştirak kavramlarını aşağıdaki şekilde karşılaştırabiliriz.⁵¹

- İştirakteki amaç risk sermayesi'nden farklıdır. Risk sermayesi yatırımı, üretim, finansman güçlüğü çeken veya teknolojik bir yeniliği sanayiye kazandıramayan mucit

⁵⁰ Maliye ve Gümrük Bakanlığı'nın 3762 sayılı yasamın verdiği yetkiye dayanarak Türkiye genelinde tüm işletmeler için zorunlu olarak uygulamaya konulmasını gerçekleştirmek üzere Muhasebe Sistemi Uygulama Tebliği", 26.12.1992 Tarihli 21447 sayılı R.G.

⁵¹ Lale Erdem KARABIYIK, "Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi, SBE, 1993), s. 10.

veya küçük girişimciyi, kurduğu yeni şirkette pay alma karşılığı yapılan finansal bir destek amacı taşır. İştirakte ise bu destek, iştirak yapılan işletmenin yeni bir teknolojik icadı üretime geçirmek için finansman ihtiyacının ortaya çıkması üzerine sağlanır.

Destek, herhangi bir şirkete olabildiği gibi, finansman güclüğü çeken ya da başarılı bir şirkete de verilebilir.

- İştirakte uzun vadeli hisse senetleri borsaya kote olsalar dahi elden çıkarılamaz, uzun yıllar bir bankanın ya da şirketin bünyesinde tutulur. Risk sermayesi yatırımında ise borsada hisse senetleri 3-5 yıl içinde değeri yükselince paraya çevrilir ve elde edilen kazançlar tekrar riskli yatırımlara sermaye olmak üzere geri döner.

- İştirakte ortaklar, payları oranında ve belirli kurallar dahilinde belirli sorumluluk ve yükümlülükler üstlenirken, bir risk sermayesi oluşumunda risk sermayedarı aynı oranda pay sahibi olmasına rağmen, şirket yönetiminde genel olarak bir ortaklıkta olduğundan çok daha fazla kontrol sahibi olmak isteyebilir.⁵²

Dolayısıyla iştirakte, iştirak yapan kuruluş yönetime katılmakta, oysa risk sermayesi yatırımında risk sermayesi şirketi gerekiyorsa yönetime katılmaktadır. Burada asıl amaç yönetime katılmak olmayıp genellikle danışmanlık hizmeti vermek şeklindedir.

- Risk sermayesi'nde risk sermayesi şirketinin girişimci şirketten aldığı hisse % 50'yi aştığı durumda, risk sermayesi şirketinin bilançosunda bu yatırım bağlı ortaklıklarda gösterilmektedir.⁵³

Risk sermayesinin finans içindeki yerinin belirginleştirilmesi için benzer finans yolları ve daha önce bahsedilen katılma biçimleri ya da yatırım şekilleri arasındaki farkını belirtmekte fayda vardır. Diğer farklı taraflarını şöyle sıralayabiliriz.⁵⁴

-Gelir elde etmek amacıyla ileride satmak üzere ekonomik değer satın almak, örneğin taşınmaz ya da değerli eşya satın almak olan (Leasing)'den farkı, Leasing'de bir işletmeye katılım söz konusu olmadığı için risk sermayesiyle hiç bir bağlantı kuramayız.

-Kredi, ödünç gibi kaynak sağlama yollarından farkı olarak, bu tür finans biçimlerinde kredi ve ödünç verenin elde edeceği gelir, alacağın satılmasıyla elde edilmektedir. Fakat risk sermayesinde alacak, hisse senetleri yoluyla daha sonra satılmakta, ve bunun sonucunda risk sermayesi ortaklığı gelir elde etmektedir.

-Holding meydana getirici yatırımlardan farkı, holdinglere yapılacak yatırımların amacı, ortaklığı ele geçirmektir. Oysa Risk sermayesi finansında sermaye verenin amacı,

⁵² CEYLAN, a.g.e., s. 126.

⁵³ KARABIYIK, a.g.e., s. 10.

⁵⁴ FETTAHOĞLU, a.g.e., s. 17-18.

katılmayı ileride yeniden satmak ve bu amaçla sermaye yatırımında bulunmaktır. Burada ana hedef işletmeyi ele geçirmek değildir.

-Özellikle kamu kesimi tarafından sağlanan desteklerden (teşvik, subvansiyon gibi) farkı, bunların sonucu işletmeye katılmayla sonuçlanabilir. Burada Aktif yönetim desteği sağlanarak ve daha sonra katılma paylarının satılmasıyla ortaya çıkan bu finans yolu, risk sermayesi finansıyla, gelir elde etme amacının bulunmaması sebebiyle bir noktada ayrılmaktadır.

1.5. Risk Sermayesinin Ülke Ekonomisine Katkısı ve Firmalara Sağladığı Katma Değer

Risk sermayesinin ülke bazındaki makro etkileri iki grupta toplanabilir. Bunlar,⁵⁵

Tam istihdamı, dış ticarete dengeyi ve ekonomik büyümeyi sağlama etkileri diğeri ise bünyevi değişim ve teknolojik transferi sağlama etkileridir. Tam istihdamın gerçekleşmesi; risk sermayesinin ekonomik piyasada yaygınlaşmasıyla sağlanabilir.

Risk sermayesi çözülemeyen finansal sorunlarda bir alternatiftir. Bu özelliği sebebiyle risk sermayesi; dünün değil, yarının çalışma alanlarını temin etmektedir. Dolayısıyla ekonominin yarışma gücü düzelmekte ve dış ticarete denge sağlanmaktadır.

1.5.1. Ülke Ekonomisine Katkısı

Günümüzde Risk sermayesi modelinin bir ekonomik sistemdeki işlevleri ve faydaları aşağıdaki maddelerde açıklanmıştır.

-Bu model ile klasik finans sisteminden kaynak sağlamada büyük zorluklar çeken ve çoğu kez mali sıkıntılar içinde varolmaya çalışan küçük ve orta ölçekli girişimlerin bu alandaki ihtiyacı karşılanmaktadır.

-Yüksek teknolojiye yönelik yeni fikirleri olan, gelişen, küçük girişimcilere risk sermayesi sağlandığında, bu ürünlerin ticarileştirilmesi ile teknolojik ilerleme sağlanmakta, böylece uluslararası alanda da rekabet avantajı elde edilmektedir.⁵⁶

-Bu model aracılığıyla dinamik, üretken ve çoğunlukla genç, ancak yeteri kadar finansman gücü olmadığından ortaya çıkamayan yeni bir "girişimci sınıf" meydana getirilmektedir. Böylece bu modelin başarıyla uygulandığı ülkelerde, parası olmayan

⁵⁵ FETTAHOĞLU, a. g. e., s. 43-44.

⁵⁶ APAK, a. g. e., s. 159.

ancak dinamik ve üretken olan herkesin bir iş sahibi olabileceği fikri, teorik de olsa yaygınlaşmaktadır.

-Tasarrufları doğrudan sabit sermaye yatırımlarına aktardığı için bir ülkenin sanayileşmesine büyük bir katkıda bulunmaktadır.

-Risk sermayesi şirketleri sürekli olarak sermaye piyasasında faaliyette bulunmak zorunda oldukları için sermaye piyasasının gelişimine büyük ölçüde katkıda bulunmaktadır.

-Risk sermayesi yeni alanların istihdama açılmasını sağladığından işsizlik oranını düşürmektedir.⁵⁷

Bunun yanısıra, özelleştirme çalışmalarının gündemde olduğu ülkelerde risk sermayesi finansman modelinin uygulamaya konulması ve geliştirilmesi, özelleştirmeden beklenen sonuçların elde edilmesi için büyük bir önem taşımaktadır.

1. 5. 2. Firmalara Sağladığı Katma Değer

Risk Sermayesinin firmalara sağladığı katma değer aşağıdaki şekilde sıralanabilir.

- Sektör ve ürün bazında uzmanlaşmış, aynı zamanda başarılı girişimci olan risk sermayedarları, sahip oldukları sektörel, teknolojik ve ürün pazarları hakkında bilgi ve deneyimleriyle, ilgilendikleri firmaların üretim imkanları sınırını genişleterek katkıda bulunmaktadır.

- Risk sermayedarı, firma değerinde artış sağlayarak veya herhangi bir teknolojik yenilik, fikir, patent, franchise geliştirerek kârlı yatırım imkanlarına sahip olmayan bir firmayı, kârlı yatırım imkanına sahip bir firma konumuna getirebilmektedir.

- Risk sermayedarı, üretim imkanları sınırı, en azından bağlanan fonun fırsat maliyeti kadar getiri sağlayabilecek olan firmaları tercih edecektir. Risk sermayedarları, ABD' de ayda en az 50 teklif almakta ve bunların % 40'ını detaylı incelemeler yapmadan reddetmektedir. % 5'i ile karşılıklı görüşmeler yapılmakta ve sadece % 1'ine veya % 2'sine yatırım yapmaktadırlar. Bu işlemler 6 ay süren, büyük bir titizlikle yapılan bir seçimdir. Dolayısıyla alınan kararlar seçilen firmanın kalitesi hakkında bilgi vermektedir.

⁵⁷ SARIASLAN, a. g. m., s. 13.

- Başlangıç ve büyüme aşamasındaki firmalar, risk sermayedarının yatırdığı fon dışında da duyduğu finansman ihtiyacı dolayısıyla bankalara kredi için başvurumaktadırlar. Fakat bankalar da risk sermayedarının başlangıçta karşılaştığı "asimetrik bilgi" sorunu ile karşılaşır.

- Asimetrik bilgi, "Şirket yönetimine yakın olan içerdeki ortakların, şirket yönetiminin dışında kalmış dışarıdaki ortaklardan, şirket hakkında daha fazla bilgiye sahip olmalarıdır." Yeni kurulan firmalarda, girişimci ile risk sermayedarı arasında firmanın değeri hakkında asimetrik bilgi mevcuttur. (Lemons Problem). Bu sorun, risk sermayesi yatırımlarında bir ölçüde çözümlenmektedir.⁵⁸

- Firmalar bankadan, finansman gereksinimini, "güvence nedeniyle" karşılayamayabilir. Fakat risk sermayedarının yaptığı yatırımlar bankalara o firmanın güvenilirliği hakkında müspet fikirler vermektedir. Bu durumda bankaların borç vermesi daha kolay olmaktadır. Böylece risk sermayedarı, o firmanın daha kolay borçlanmasını ve sermaye piyasalarına girişini sağlamaktadır.

- Genelde bankalar iyi müşterilerine verdikleri krediler için belli bir faiz oranını baz aldıkları halde, riskli firmalara verdikleri krediler için ayrıca komisyon almaktadırlar. Bu komisyon, bankaya ilk defa başvuran ve başlangıç aşamasında olan firmalar için daha yüksek tutulmaktadır. Risk sermayedarı ise yatırım yaptığı firmanın kredi riskini azaltarak, büyük sermayedarın yaptığı yatırım ile firmanın özkaynak yapısını kuvvetlendirmekte ve kredi limitini yükseltmektedir.

- Risk sermayedarı zamanı geldiğinde yatırımdan çıkarken, firmayı başka bir yatırımcıya veya firmanın kendisine satabilmekte veya halka açmaktadır. Dolayısıyla sağlanabilecek ekonomik değer ise yüksek olmaktadır. Bu yolla eski ortaklar kazanç sağlamakta ve firmanın üretim imkanları sınırı genişlemektedir.⁵⁹

Ayrıca küçük işletmelerin sermaye ve yönetim alanındaki eksiklikleri, risk sermayesi finansı çerçevesinde, yeni teknolojik ve işletmecilik yeteneğiyle birleştirilerek ekonomik büyüme gerçekleştirilebilmektedir.

Daha çok risk sermayesi, daha çok özsermaye anlamına gelmektedir. Risk sermayesi sektörünün gelişimiyle, küçük ve orta ölçekli işletmelerdeki özsermaye sorununun çözümüne katkı sağlamaktadır.

⁵⁸ Murat DOĞU, *Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye*, S.P.K. Yayınları, Yayın No:27, Ankara, Ocak 1996, s. 82.

⁵⁹ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 42-45.

Risk sermayesi, büyüme şansı bulunan, düşünceye dayalı olarak pazarlanabilir ürün ortaya koyan yeni küçük ve orta ölçekli işletmelere verilmektedir. Bu bağlamda ekonomik yapının düzeltilmesine katkıda bulunarak, uluslararası rekabet gücünü temin edebilen üretici küçük ve orta ölçekli işletmeler özendirilerek ve destek verilerek bünyevi iyileştirme sağlanabilmektedir.

Risk sermayesi, finans etkisi yanında ekonomi için gerekli olan uluslararası teknoloji transferini sağlamaktadır. Bu, ülke içindeki yenilenme ve ar-ge faaliyetlerini ikame etmeyip, uyarıcı vazifesi görerek, geliştirilmiş ürünlerin ya da yöntemlerin ülke içinde yeniden bulunması çabaları ve eğilimini önlemektedir. Dolayısıyla ülke içindeki ar-ge kapasitelerini ve bunların düzeltilmesi için söz konusu olan harcamalar serbest kalmakta, ve bu, kaynakların diğer verimli alanlarda kullanılmasını sağlamaktadır.



İKİNCİ BÖLÜM

2. RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ

İktisadi kalkınmanın temelinde, yüksek teknolojiye dayalı yeni üretim sahalarının faaliyete geçirilmesi yatmaktadır. Teknik ilerleme ise, yeni buluşların başarılı bir şekilde üretime geçirilerek yenilik haline getirilmesi ile mümkündür. Klasik finansman araçlarının, yeni buluşları hayata geçirebilecek olan girişimcilerin değişen ihtiyaçlarına cevap vermekte yetersiz kalması, Risk sermayesi finansman modelini gündeme getirmiştir.

2. 1. Gelişmiş Ülkelerin Risk Sermayesi Fon Kaynakları

Gelişmiş mali piyasaların bulunduğu ülkelerdeki modern finans tekniklerinden biri olan risk sermayesi fon kaynaklarını, çeşitli ülke örneklerinden hareketle aşağıdaki gibi sıralayabiliriz.

- Ticari Bankalar ve Yatırım Bankaları
- Finansal Kurumların Risk Sermayesi Şirketleri
- Özel Risk Sermayesi Şirketleri
- Sigorta Şirketleri ve Vakıflar
- Yatırım Fonları ve Grupları
- Üniversiteler ve Kamu Kuruluşları
- Özel Kaynaklar ve Nakit Fazlası Olan Şirketler

2.1.1. Ticari Bankalar ve Yatırım Bankaları

Birçok ülkede, bankaların, şirketlerin hisse senetlerini satın alarak iştirake bulunmaları sınırlandırılmıştır. Ancak bazı ülkelerde, devlet, küçük girişimcilerin korunması ve teşvik edilmesi amacıyla, bankaları risk sermayesi yatırımlarına yönlendirmektedir.⁶⁰ Ticari Bankalar, A.B.D.'de oluşturdukları Küçük İşletme Yatırım Şirketleri aracılığıyla risk sermayesi yatırımı yapmaktadırlar. Ayrıca bazı ülkelerde ticari

⁶⁰ CEYLAN, a.g.e., s. 113.

bankaların yüksek teknolojiye yönelik yenilikçi yatırımlara finansman sağlamalarını teşvik için önlemler ve yasalar geliştirilmiştir.⁶¹

1930' lardan başlayarak İngiltere için ilk modern risk sermayesi, banka ilişkili fonlar alanında gelişmiştir. İngiliz fonlarına Anonim Şirket şeklindeki clearing bankaları liderlik etmiştir. İlk olarak Endüstri ve Ticaret Finans Kuruluşu (ICFC) ve sonraları onun bir bölümü olan 3I risk sermayesi alanında en büyük kuruluşlar olmuştur.

Risk sermayesi şirketleri ya bankaya bağlı bir departman ya da ayrı örgütlenmiş bir şirket yapısında olabilmektedir. Bunların genellikle fonlama limiti olmamakla beraber yatırım paketi, yüksek borç ve gelir getirici enstrümanlara dayanır.⁶² Günümüzde birçok yatırım bankası, kârlılık ve başarı beklentisiyle yüksek teknolojiye yönelik, genç ve küçük işletmelerin halka açılmalarına aracılık etmek için rekabet halindedir. Bu amaçla çoğu yatırım bankası risk sermayesi kolları oluşturmaktadır.⁶³

2.1.2. Finansal Kurumların Risk Sermayesi Şirketleri

Ticari bankaların ve sigorta şirketlerinin birçoğu, kendi kredi koşullarına uymayan risk ve getirisi yüksek yatırımların finansmanı için risk sermayesi şirketleri kurmuşlardır. Bunlar sözkonusu şirketlerin sınırlı sorumlu ortakları durumundadırlar.

2.1.3. Özel Risk Sermayesi Şirketleri

Özel risk sermayesi şirketleri, kurumlaşmış risk sermayesi kaynaklarıdır.⁶⁴ Daha çok, profesyoneller ve eski girişimciler tarafından yönetilen bu kuruluşlar, yakın zamana kadar sadece kurucuları tarafından sağlanan fonlarla yatırım yapmışlardır. Ancak, günümüzde nakit zengini ülke ve şirketler, bu alanda deneyim sahibi olan özel risk sermayesi şirketlerine fon sağlamak suretiyle, ellerindeki nakit fazlalarını değerlendirmektedirler.

Özel risk sermayesi şirketleri, sermaye ortaklığı şeklinde kurulurlar. Böylece, şirket ortaklarının riskleri, koydukları sermaye ile sınırlı kalmaktadır.⁶⁵ Özel risk sermayesi şirketlerinin ilk kurulanlarından bazıları (Rockefeller vb.) aileler tarafından kurulmuştur. 1940 ve 1950'lerde faaliyet gösteren bu tür şirketler, risk sermayesi endüstrisinin başlangıcını oluşturmaktadırlar.⁶⁶ Küçük İşletme Yatırım Şirketlerinin

⁶¹ İŞERİ, a. g. e., s. 17.

⁶² Kırşat TUNCEL, *Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi*, 1. Baskı, Ankara, S.P.K. Yayınları, Yayın No: 37, Pelin Ofset, 1996, s. 77.

⁶³ CEYLAN, a. g. e., s. 108.

⁶⁴ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 38-39.

⁶⁵ CEYLAN, a. g. e., s. 112.

⁶⁶ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 39.

yaptıkları yanlışlıkların dikkate alınmasıyla ve gelişmekte olan sermaye piyasalarından faydalanmak amacıyla özel yapıda kurulan risk sermayesi şirketleri, kamu bürokrasisine ve düzenlemelerine tâbi değildirler. Bu firmalar 1960'lı yıllarda önemli ölçüde başarılar elde etmişlerdir.⁶⁷

Bu tip şirketlerin yönetimleri risk sermayedarlarınca yapılmaktadır. Yönetimdeki ortaklar konulan sermayenin % 2.5- % 3'ü oranında yönetim ücreti almakla birlikte, uzun vadeli sermaye kazançlarının % 20 'si düzeyinde de kârdan pay almaktadırlar. Bu yüzden oldukça yüksek tutarları temsil eden bu oranlar, ana ortak pozisyonunda yüksek nitelikli personel çalıştırılmasını zorunlu kılar.

Özel risk sermayesi şirketlerinin tipik yatırım süresi 5-7 yıldır. Bir çok ortaklık, yatırım süresini 8-10 yıl olarak belirlemekte, ancak, fon yatırımlarının etkin olarak sonuçlandırılmadığı hallerde, genel ortağa 1'er yıllık aralıklarla bunu 3 yıla kadar çıkarabilmesi yetkisi (opsiyonu) tanınmaktadır.⁶⁸

2.1.4. Sigorta Şirketleri ve Vakıflar

Sigorta şirketleri, genellikle başlangıç aşamasında küçük bir payla yatırıma girmektedirler. Şirket, kârlı sektörlerde öncü ve güçlü bir konuma gelince, sigorta şirketleri paylarını arttırmaktadırlar. Bu nedenle, sigorta şirketlerinin başlangıçta fazla risk yüklenmek istemedikleri söylenebilir.⁶⁹

Vakıflar çeşitli vergi avantajları ve gelirleri sayesinde önemli miktarlarda nakit fazlasına sahiptirler. Vakıflar, ellerindeki fonları, gelir sağlamak amacı ile genellikle menkul kıymetlere yatırır. Ancak, fonlarının bir bölümünü, "yüksek risk yüksek kazanç" beklentisi içinde değerlendirmek amacı ile risk sermayesi yatırımlarına yönlendirmektedirler.⁷⁰

2.1.5. Yatırım Fonları ve Grupları

Risk sermayesi yatırım fonları, temelde hem portföy varlıklarının seçimi açısından, hem de portföylerinde diğer yatırım fonlarına oranla daha fazla sayıda küçük ve yeni faaliyete geçmiş şirketlere ait finansal varlık buhuncurmaları açısından farklı özellik gösterirler.⁷¹

⁶⁷ James W. HENDERSON, *Obtaining Venture Financing, Principles and Practices*, Heath and Company, USA, 1988, s. 256.

⁶⁸ TUNCEL, a. g. e., s. 68.

⁶⁹ CEYLAN, a. g. e., s. 113.

⁷⁰ İŞERİ, a. g. e., s. 17.

⁷¹ CEYLAN, a. g. e., s. 113.

Bazı zengin doktor, avukat ve üst düzey yöneticileri gibi nakit zengini birey ve şirketler, biraraya gelerek oluşturdukları yatırım grup ve klüpleri vasıtası ile yatırımlarda bulunurlar.⁷²

2.1.6. Üniversiteler ve Kamu Kuruluşları

Avrupa'da çok küçük bir miktar olarak görülse de, üniversiteler bu alana girmektedirler. A.B.D.'de üniversiteler bu alana çok daha önce ve büyük meblağlarla girmişlerdir.⁷³ Artan eğitim masrafları karşısında üniversiteler az riskli, az kazançlı yatırım stratejileri yerine, daha yüksek kazanç getiren, yüksek risk almayı gerektiren portföyler oluşturmaktadırlar.⁷⁴

Son yıllarda üniversite-sanayi işbirliği ile, üniversite çevresinde üniversite sistemine bağlı birer teknoloji üretim merkezi olan Bilim Parkları (Science Parks) kurulmaktadır. Avrupa'da Bilim Parklarının, toplam fonlarının yarısından fazlasını, bankalardan ve şirketlerden sağladığı görülmektedir.⁷⁵

Kamu kuruluşları, küçük girişimcileri finansal açıdan desteklemeden ziyade, risk sermayesi şirketlerini hem finansal hem de danışmanlık açısından desteklemektedirler. Bu konuda A.B.D.'deki "Küçük İşletmeler İdaresi" örnek gösterilebilir.⁷⁶

2.1.7. Özel Kaynaklar ve Nakit Fazlası Olan Şirketler

Zengin, köklü aile ve kişiler, yeni ve umut verici gelişme potansiyeline sahip projelere yönelik yatırımlara finansal destek vermekte ve daha çok "bizi aramayın, biz sizi buluruz" stratejisiyle hareket etmektedirler.

Philips, General Motors, IBM, Xerox, Kodak gibi büyük işletmeler çoğunlukla kendi ürün, pazar veya teknolojilerine yakın yatırımlara finansman sağlamaktadırlar. Bu tip yaklaşık 90 büyük sanayi şirketi toplam 1.9 milyar dolarlık bir fona sahip risk sermayesi bölümleri oluşturmuşlardır. Ayrıca 100'den fazla büyük şirkette kendilerinin olmayan ortaklıklara yatırım yapmış veya direkt risk sermayesi yatırımlarında bulunmuşlardır.⁷⁷

⁷² CEYLAN, a. g. e., s. 113.

⁷³ TÜRKCAN, a. g. e., s. 18.

⁷⁴ CEYLAN, a. g. e., s. 114.

⁷⁵ TÜRKCAN, a. g. e., s. s. 18.

⁷⁶ CEYLAN, a. g. e., s. 114.

⁷⁷ İŞERİ, a. g. e., s. 18., ZALMOĞLU, a. g. e., s. 39.

Genel bir değerlendirme yapılırsa; Risk sermayedarları sadece birikmiş tasarrufları değerlendirmek isteyen bireyler değil ağırlıklı olarak, sosyal güvenlik kuruluşları, özel sigorta şirketleri, bankalar, özel sektör kuruluşları ve kamu kuruluşları da risk sermaye durumu bulunabilirler. Bir Amerikan Risk Sermayesi Şirketi'nin fonları genel olarak belli başlı üç kaynaktan toplanmaktadır. Bunlar, 1978 öncesinde bir devlet kurumu olan Küçük İşletme İdaresi (SBA)'dan sağlanan fonlar, emekli sandığı fonları ve bankaların yüksek risk - yüksek kazanç bölümleridir.

Bunlardan SBA'nın sermaye katkısı önemli tutarlara varırken 1978'de sermaye kazançları vergisi'nin % 49'dan % 20'ye düşürülmesiyle özel sektörün Risk Sermayesi şirketlerine sermaye katkısı hızla artış göstermiştir. 1983 yılı itibariyle emeklilik sigortalarının bir milyar dolara varan bir sermayeyi Risk Sermayesi şirketlerinin emrine yatırdığı gözlenmiştir. Gümümüzde A.B.D.'deki Risk Sermayesi Şirketleri, fonlarının yarısını emekli sigortalardan sağlanmaktadır.⁷⁸

2.2. Risk Sermayesi Şirketleri İşleyişi ve Çalışma Yöntemleri

Geleneksel sanayi finansmanında girişimcilere belirli sabit kıymet karşılığı kredi sağlanırken, risk sermayesi yönteminde yeni ve küçük girişimciye kurmuş olduğu ya da kuracağı şirketin belli bir yüzdesi karşılığı sermaye sağlanmaktadır. Bu yüzden risk sermayesi şirketleri her yıl yüzlerce finans talebi tekliflerinin ancak % 2'sine veya % 3'üne fon desteği vermektedirler. Kabul edilmeyen pek çok öneri diğer finans kuruluşları tarafından değerlendirilmektedir. Bunlar, yatırım bankaları, danışmanlık kuruluşları, iş ortaklıkları olabileceği gibi diğer risk sermayesi şirketleri de olabilmektedir.⁷⁹

2.2.1. Risk Sermayesi Finansında Taraflar ve Arasındaki İlişkiler

Risk sermayesinin tarafları, değişik risk sermayesi yatırım süreçlerinde farklı olabilir. Ancak temelde taraflar şunlardır :⁸⁰

- Mucitler: Mucitler, teknoloji alanında belirli bir sorunun çözümüne imkân sağlayan düşünceyi (icadı) üreten ve bu düşüncesini fiilen gerçekleştirmek isteyen kişilerdir. İcat; bu fiilin düşünce aşaması olup, yeni bir ürüne veya eski ürüne yeni kullanım alanı ve yeni bir üretim şekli seçeneklerinden biri uygulanarak yeniliğe dönüşmektedir. Mucit bazen bu icadı yenilik halinde pazara arzeden girişimci ile aynı kişi olabilir.

⁷⁸ ÇİLLER, ÇİZAKÇA, a.g.e., s.122-123.

⁷⁹ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 85.

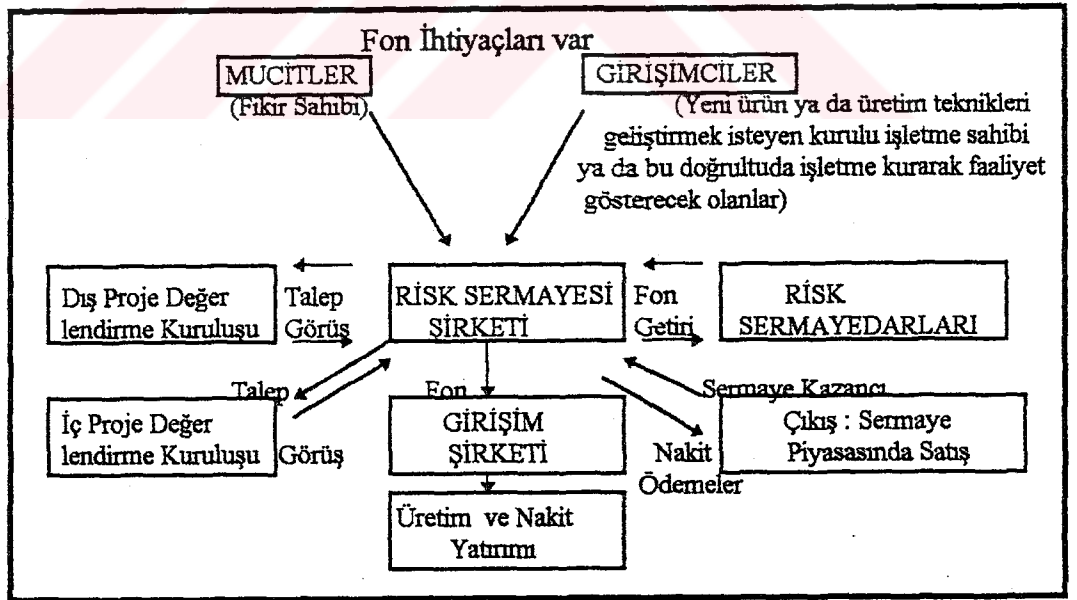
⁸⁰ Oktay AYDIN, İ. Melih BAŞ, "2000'li Yıllara Doğru Risk Sermayesi ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi", III. İzmir İktisat Kongresi Tebliği, D.P.T. Yayınları, 4. Cilt, 1993, s. 39-40.

- Girişimciler: Sahip oldukları özellikler bakımından mucitlere benzemekle beraber mevcut kurulu bir işletmesi olan veya yüksek gelişme potansiyeline sahip işletme kurmak isteyen kişi ve kuruluşlardır. Girişimci yeni pazar, yeni tedarik ve finansman kaynakları bulmak ihtiyacı vardır diğer taraftan yeni ürün ya da üretim teknikleri ve örgütlenme biçimleri geliştirerek ekonomik gelişmenin öncülüğünü yapmaktadır. Yeni refah üretme kapasitesini gerçekleştiren girişimci, riskten kaçmayan, başarıya azmine sahip, üretken bir kişi olmakla beraber, önünde genellikle finansal ve kültürel engeller vardır.

- Risk Sermayedarları: Risk sermayesi şirketlerine fon sağlayan kişi ve kuruluşlardır. Bu kişi ve kuruluşlar, bireyler olabileceği gibi bankalar, sigorta şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, kimi zaman da bu işi meslek edinmiş profesyonel yatırımcı şirketleri olabilir. Bazen risk sermayedarlarının oluşturduğu fon havuzu profesyonel bir ekip veya kuruluşca (örneğin bir yatırım bankasıncı) yönetilmektedir.

Risk sermayesinde yer alan taraflar ve bunlar arasındaki ilişkiler Şekil 2.1. de gösterilmiştir.

ŞEKİL -2. 1.: Risk Sermayesinde Yer Alan Taraflar ve Arasındaki İlişkiler.



Kaynak : AYDIN- BAŞ, a. g. t., s. 40.

- Girişimci ve Risk Sermayedarı arasındaki ilişki aşağıdaki şekildedir.

Risk sermayesi taraflarından biri olan girişimci, bilimdeki gelişmeleri izleyerek, yeni teknolojik yatırımları gerçekleştirecek olan ve bundan para kazanmayı hedefleyen kişidir. Risk sermayedarı ise, girişimcinin fikirlerini sermaye, deneyim ve bilgi ile destekleyendir. Risk sermayedarı hangi projenin, hangi girişimcinin destekleneceğine karar verir. Burada sermayedar, girişimci bulmak isteyen idealist kapitalistler de olabilir.⁸¹

Risk sermayedarı girişimci şirketin ortağı olacağından, yapılacak bir girişimin başarısı, ilişkilerin etkin ve olumlu koşullarda sürdürülebilmesine bağlıdır. Bu yüzden girişimci de risk sermayesi sağlayacağı kaynağı seçerken, yapacağı girişimin başarılı olması için, bir yatırımcının gösterdiği titizlikle seçim yapmalıdır. Girişimcilere göre, risk sermayedarları ticari hayat konusunda genellikle daha tecrübelidirler. Böylece, girişimcinin yeni fikir ve orjinal projesi ile, risk sermayedarının sermaye ve tecrübesi yeni bir ortaklıkta buluşur.⁸²

Girişimci tipleri oldukça çeşitli olmasına karşın risk sermayedarı temelde iki kategoriden birinde yer alır. Bu, yönetim içinde yer alma (hands on) veya dışında yer alma (hands off) şeklindedir. Yönetim içinde yer almada risk sermayedarı fon yatırımının yönetim kurulunda yer almaktadır. Bu yakın ve düzenli görüşmeleri beraberinde getirmekte dolayısıyla şirketin teknoloji, pazarlama stratejisi ve üst düzey yönetim gibi konularında yönetime katılmaktadır. Pozitif bir katkı olarak düşünülen bu konuda risk sermayedarı çalışan ortak görevini üstlenir.⁸³

Risk sermayedarı ile girişimci arasındaki ilişkiyi, genel ortaklık ilişkisine benzetebiliriz. Risk sermayedarının ortaklık ilişkisinde oynayacağı rolü aşağıdaki gibi olabilir.⁸⁴

- Şirket yönetiminde aktif rol oynayarak girişimin her türlü faaliyetleriyle açıkça ilgilenen bir ortak,
- Şirket yönetimindeki etkinliği önemsiz düzeyde olan pasif ancak bilinen sessiz ortak,
- Aktif olmakla beraber girişimdeki ortaklığı bilinmeyen gizli ortak,

⁸¹ ÇİLLER, ÇİZAKÇA, a.g.e., s. 112.

⁸² ŞENYUVA, a.g.e., s. 9.

⁸³ LORENZ, a.g.e., s. 93-94.

⁸⁴ CEYLAN, a.g.e., s. 126.

- Girişimin başlangıcında fon sağlayan, ancak girişimin faaliyetlerinde aktif rol oynamayan gizli ortak,

- Şirketin finansman, yönetim ve faaliyetlerinde rolü olmayan ancak “nominal ortak” sıfatıyla kamuoyu tarafından girişimin bir ortağı olarak bilinen ortak. Bu tür ortaklar kârdan pay almak durumunda değildirler.

1970’li yılların ortalarına kadar risk sermayedarları genellikle yatırımlarının kontrolünde bulunmak istemişlerdir. Ancak artan rekabet koşullarında bu durum nispeten azalmıştır.⁸⁵

Bir risk sermayedarı gözetiminde bulundurduğu firmalara ayrıca bir katkı sağlamaktadır. Bunlar, Kontrol (ve yönetim) aktivitesine sahip olması, bir müdür ve danışmana benzer hizmetler vermesi, stratejik ve taktik plânları hazırlaması, istihdam’da görüş bildirmesi, yetkili otoritelerle irtibat kurması, müşteri ve tedarikçiler açısından firmanın kredi temin imkânlarını yükseltmesi, maliyet tasarrufu sağlayıp hasılatı artırması⁸⁶ sayılabilir.

Risk sermayedarı, orjinal fikirler ve finansman kaynakları arasında bağlantı kurar ya da bu bağlantının oluşması için aracı gibi davranır. Risk sermayedarının rolü sadece yatırım fırsatlarının bulunması ve yeni bir projenin geliştirilmesine karar vermek değil, aynı zamanda iş geliştirmeyle ilgili bilgi ve yetenekleriyle yatırımın değerini artırmak ve gelişimini sağlamaktır.⁸⁷

- Risk Sermayesi Şirketleri ile Girişimci Şirketlerin yapıları aşağıdaki şekilde anlatılabilir.

Risk sermayesi şirketi, yönetim ve strateji danışmanlığı veren, orta vadede sermaye kazancı biçiminde yüksek bir getiri sağlayan kuruluştur. Şirket, risk sermayedarlarının paralarını kendi rızalarıyla alıp, yeni yöneticilere veya yeni girişimlere özsermaye bağlamında bir getiri sağlayacak şekilde yatırımda bulunan kuruluşlar olarak görülmektedir.⁸⁸

Risk sermayesi şirketlerinin çalışmalarını, basit bir yatırım olarak olarak nitelendiremeyiz. Çünkü bu şirketlerin asıl faaliyetleri iyi bir fikre sahip çıkarak, bu

⁸⁵ LORENZ, a. g. e., s. 93.

⁸⁶ Swee-Sum LAM, “Venture Capital Financing : A Conceptual Framework”, *Journal Of Business Finance and Accounting*, 18 (2), January 1991, s. 143.

⁸⁷ UZUNOĞLU, a.g.m., s. 28.

⁸⁸ AYDIN, BAŞ, a.g.m., s. 39-40.

fikirten başarılı bir şirket ortaya koymaktır. Bu fikirler, bilimde ortaya çıkan en son gelişmelerin, para kazanacak birer şirket haline dönüştürülmesi ile ilgilidir.⁸⁹

Risk sermayesi şirketlerinin sundukları hizmetleri şu şekilde sıralayabiliriz.

Risk sermayesi şirketleri, yatırım yaptıkları girişim şirketlerin stratejilerinin belirlenmesine, personel ve pazar problemlerinin çözümüne, şirketin finansal yapısını haftalık veya aylık olarak periyodik plânlamasına, negatif trendler yoluyla ortaya çıkması muhtemel problemlerin başlangıçta tespit edilmesine yardımcı olurlar.

Ayrıca bütçe sisteminin geliştirilmesini ve maliyet kontrolünün sürekli izlenmesini, işletme plân ve programlarıyla nakit akımlarının yönetimini ve kontrolünü, sık sık ülkedeki diğer finans kuruluşlarıyla işbirliği yaparak nakit ihtiyaçlarının karşılanmasını ve işletmelerinin pazarlama, yönetim, üretim ve finans dallarında ihtiyaç duyduğu kalifiye elemanın elde edilmesini sağlayarak, bu alanlardaki problemlerin çözümü için danışman firmaların bulunmasına yardım ederler.⁹⁰

Girişim şirketleri ise, 6. 7. 1993 Tarihli S.P.K. tebliğinin 2. ve 3. maddelerinin "Girişim Şirketlerinin Tanımı ve Amaçları" bölümünde şu şekilde tarif edilmiştir. Girişim şirketleri, "*Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları tarafından risk sermayesi yatırımı yapılan anonim ortaklıklardır. Girişim şirketlerinin sınai uygulama veya ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini amaçlamaları veya bu doğrultuda faaliyet gösteriyor olmaları yada yönetim, teknik ve sermaye desteği ile bu doğrultuya girebilecek nitelik taşımaları şarttır.*"

Bu sebeple Risk sermayesi şirketleri, teknolojik yeniliklere dayalı projelerini uygulamaya geçirmek için yeterli finansmanı olmayan küçük ve orta büyüklükteki işletmeler ile yukarıdaki tanımda bulunan niteliklere sahip girişim şirketlerinin bu projelerini finanse etmek üzere onların hisse senetlerini satın alarak bir özsermaye yatırımında bulunurlar. Burada amaç, yatırım yapılan şirketin denetimini ele geçirmek değil, teknolojik yeniliğin uygulamaya geçirilmesi sonucu elde edilecek ticari kârdan faydalanmaktır.

Risk sermayesi şirketi, finanse ettiği girişimcinin başarıya ulaşmasını ve satın aldığı hisse senetlerinin değerinin artmasını bekler. Risk sermayesi şirketinin nihai amacı finanse ettiği şirketin ucuca aldığı hisselerini borsada satabilmektir. Tabii ki yeni bir

⁸⁹ CEYLAN, a. g. e., s. 99.

⁹⁰ Summer N. LEVINE, *Financial Analysts's Handbook*, Dow Jones Irwin Inc. Illinois, 1975, s. 519-520.

girişimde başarı ihtimali kadar, başarısızlık ihtimali de vardır. Girişimci işletmenin başarısızlığı ya da iflası, yatırılan sermayenin tamamen kaybedilmesi sonucunu doğurabileceğinden, risk sermayesi şirketi, yatırımda bulunacağı girişimci ve onun uygulamaya geçirmek istediği projesi hakkında gerekli incelemeleri yapmak zorundadır.⁹¹

Risk sermayesi şirketleri limited ortaklık, anonim ortaklık, kapalı uçlu fonlar, bağımsız küçük işletme yatırım şirketleri v.b. biçimlerde olabilmektedirler. Birçok risk sermayesi şirketi, birden fazla limited ortaklığın oluşturduğu sermaye havuzunu (megafunds) yönetmekten sorumlu yönetim şirketleri biçiminde örgütlenmişlerdir.⁹²

2. 2. 2. İşleyişi

Risk sermayesi şirketi, şirket veya şahıs kaynaklı olsun büyük bir güce sahiptir. Bu güç hangi projelerin destekleneceğine karar verme yetkisinden doğmaktadır. Risk sermayesi şirketi kurulacak şirketin hisse senetlerini almakla bir dereceye kadar kendini tehlikeye atmaktadır.

Risk sermayesi şirketlerinin işleyişini inceleyebilmek için ilk etapta risk sermayesi modelini bir örnek üzerinde açıklayabiliriz.⁹³

Belli bir eğitimi ve deneyimi olan bir mühendisin, piyasadaki gelişme ve değişimlerden esinlenerek ilginç bir tasarım geliştirerek, ürün imal etmek istediğini varsayalım. Bu fikirle hareket eden mühendis, kendi imkânları ile bu konuda daha fazla bilgi toplamak ve fikrinin gerçekleştirilebilirliğini belirlemek için, kendi çapında küçük bir çalışma yapar. Ancak bu ürün projesinin ekonomik olarak yapılabilir (feasible) ve kârlı bir iş olup olmadığını belirlemek için kapsamlı bir proje yapılabilirlik çalışması (fizibilite etüdü) de yapar. Daha sonra, bu ürünün teknik olarak da yapılabilir olduğu yani imalatta herhangi bir sorun olmayacağı ürünün teknik tasarımları ve bir prototipi geliştirilerek anlaşıldıktan sonra, yapılabilirlik çalışmasının son aşamasında (finansal analiz ve değerlendirme aşaması) proje maliyeti ortaya konur. Projenin tüm ekonomik ve finansal değerlendirme ölçütlerine göre "çok kârlı" bir proje olduğunun anlaşılması üzerine bu aşamada risk sermayesi prosedürü aşağıdaki gibi işleyecektir.

- Mühendis (veya girişimci), kapsamlı ve profesyonelce hazırlanmış mâli ve teknik araştırmaları içeren proje yapılabilirlik çalışmasını özetleyip, bu çalışmanın baz alındığı bir iş plânı (business plan) hazırlar ve bunu bir Risk sermayesi şirketine gönderir.

⁹¹ Ümit GÜCENME, Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 181, Ankara, 1994, s.80.

⁹² AYDIN-BAŞ, a. g. m., s. 40.

⁹³ SARIASLAN, a. g. m., s. 2.

- Risk sermayesi uzmanları iş plânını inceler, iş plânı umut veriyor ise, proje detaylı incelemeye alınır.

- Gerekiyorsa proje, risk sermayesi şirketi tarafından kendi uzmanlarına tekrar bir fizibilite etüdü yaptırılır. Bu çalışmada öneri, yapılabilir (feasible) bulunmazsa reddedilir.

- Proje yapılabilir ve beklenen kârlılık düzeyinde bulunursa, risk sermayesi şirketi ve girişimci arasında kuracakları şirket için ortaklık koşulları görüşülmeye başlar.

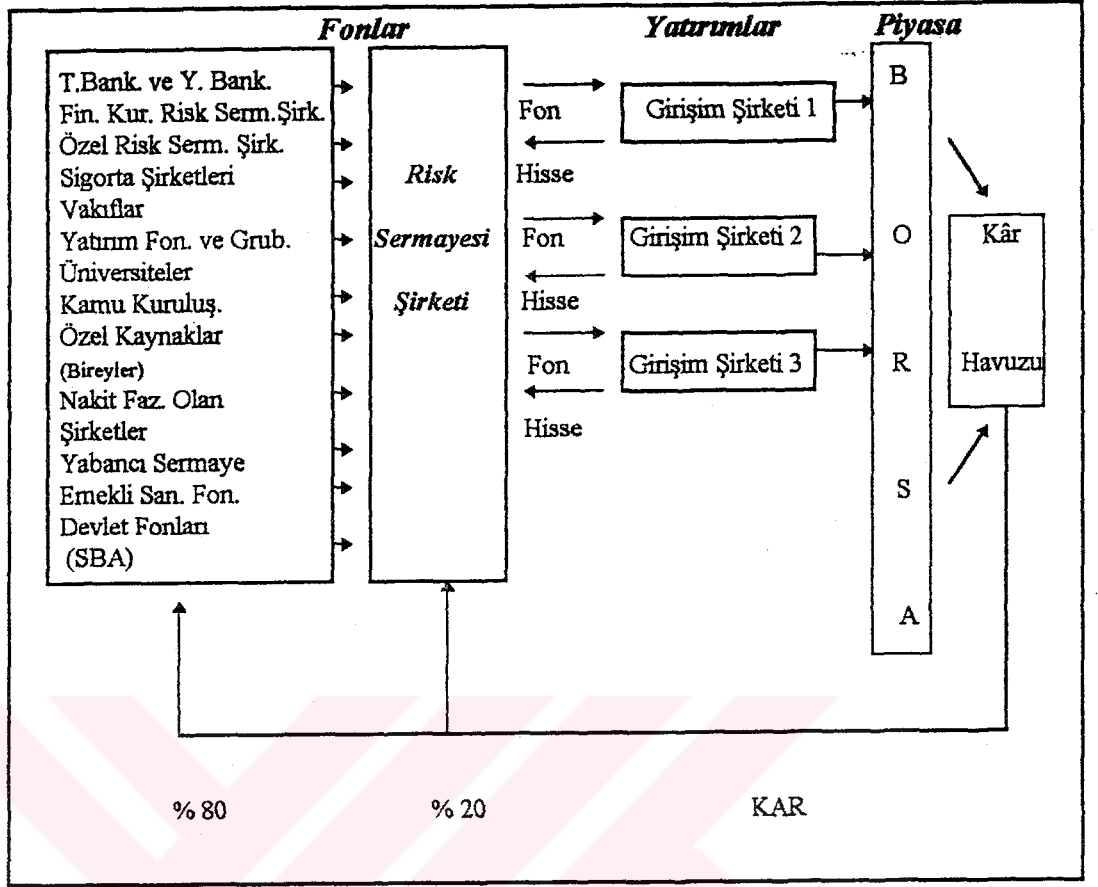
- Anlaşma sağlanırsa projenin gerçekleşmesi için şirketin kurulması çalışmalarına başlanır.

Risk sermayesi şirketleri, risk sermayedarlarından topladığı fonları yatırımlarda kullanmak amacı ile teslim alırlar. Ancak alınan bu fonlar için fon sahiplerine herhangi bir faiz ya da kesin bir kâr oranı konusunda taahhütte bulunmamaktadırlar. Bu aşamada tamamen karşılıklı güvene dayalı bir fon kullanım sözleşmesi yapılır. Bu sözleşme çerçevesinde fonun kullanım süresi, işletilmesi ya da yönetimi için şirketin alacağı komisyon ücreti, ve elde edilecek kârın dağıtımını belirler.

Uygulamada fon kullanım süresi 2-10 yıl arasında değişebilmektedir. Fon yönetimi için alınan komisyon ücreti, genellikle % 2 civarında olmaktadır. Fonla yapılan yatırımın likidasyonu sonucu elde edilen kâr da genel uygulamada % 80'i fon sahibine, % 20'si risk sermayesi şirketine kalmaktadır.

Risk sermayesi şirketinin işleyişi, Şekil 2.2.'de gösterilmiştir.

ŞEKİL - 2. 2 : Risk Sermayesi Şirketinin İşleyişi



Kaynak: Tansu ÇİLLER, Murat ÇİZAKÇA, *Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri*, İSO Araştırma Dairesi Yayınları, Yayın No: 7, İstanbul, 1989 s. 122.

Uluslararası örneklerinde, risk sermayesi şirketlerine yapılan her 100 başvurudan ancak 1 veya 2'si onaylanmaktadır. Risk sermayesi şirketi girişimciyi kurmuş olduğu veya kuracağı şirketin hisse senetlerinin bir bölümü karşılığı finanse eder. Satın alınacak hisse senedi miktar ve fiyatı pazarlık sonucu belirlenir. Girişimci tecrübesiz ve ürün aşamasından ne kadar uzaksa, vereceği hisse senedi miktarı o kadar çok ve fiyatı o kadar düşük olmaktadır.

Bir diğer aşama, risk sermayesi şirketi ile girişimci şirket arasında ortaklık gerçekleştiikten sonra mal ya da hizmetin üretilip pazarlandığı aşamadır. Risk sermayesi şirketinin artık tek amacı, girişimci şirketin gelişmesi, başarılı olması, ve böylece satın aldığı hisse senetlerinin pazar değerinin artmasıdır. Çünkü risk sermayesi şirketinin kârını, girişimci şirketin hisse senetlerine yapmış olduğu ödeme ile bu hisse senetlerinin borsada satılması sonucu sağlanan kazanç arasındaki fon oluşturur. Girişimci şirketlerin

hisse senetlerinin alım-satımları, kotasyon ve halka açılma açısından daha esnek ve düşük masraflı olan ikincil piyasada gerçekleşir. Girişimci şirketlerinin hisse senetlerinin borsada satılması sonucu oluşan kâr havuzu risk sermayesi şirketi ve ona risk sermayesi sağlayan kaynaklar arasında paylaşılır.⁹⁴

2.2.3. Çalışma Yöntemleri

Risk sermayesi şirketleri, girişim şirketlerini veya projelerini desteklemeye başlamadan önce ilk olarak, kendi faaliyette alanlarını, yatırım stratejilerini ve piyasalarını belirleyen bir dizi yöntem takip etmektedirler. Risk sermayesi şirketlerinin çalışma yöntemlerini, aşamalar halinde şu başlıklar altında açıklayabiliriz.

1. Sektör (İş Kolu) Seçimi

İlk olarak risk sermayesi şirketi, hangi alanda üretim yapacak girişim şirketlerini destekleyeceğini kararlaştırarak, üretilecek ürünün potansiyel piyasasının değerlendirilmesine yönelik ürün ve piyasa kriterlerini gözönüne almaktadır. Bu amaçla risk sermayesi şirketi, yatırım fırsatları elde edebilmek için hangi sektörlere ağırlık vereceğini belirlemelidir. Faaliyet alanı bütün sektörleri kapsayabileceği gibi bölgesel alanları da kapsayabilir. Risk sermayesi şirketlerinin geniş bir alanda faaliyet göstermeleri şu sebeplere dayandırılabilir.

- Yatırım sahalarını yeterince genişleterek büyük bir yatırımcı grubunu kendilerine çekmek istemeleri,
- Büyük tutarlarda yatırım fonlarına sahip olduklarından, çok sayıda yatırım fırsatını dikkate alarak bunları etkin ve başarılı bir şekilde ancak geniş bir alanda değerlendirebilmeleri,
- Geniş alanda faaliyet göstererek, yatırım portföylerini, çeşitli sektörlere değiştirme imkânına sahip olmaları,
- Riski dağıtma fırsatının doğması.

Kapsamlı bir yatırımcı (yatırım ayırımı yapmayan) emrinde, belirli sektörlerde uzmanlaşmış kimseleri bulundururarak bunlar vasıtasıyla bazen faaliyet yapılamayacak alanlarında belirleyebilmektedir.

⁹⁴ UZUNOĞLU, a. g. m., s. 29.

Belirli alanları tercih eden yatırımcılar ise, ortalama yatırım gelirlerinden daha yüksek gelir sağlama amacıyla belli endüstri dallarında veya teknolojilerde yoğunlaşmayı ve uzmanlaşmayı kendilerine yatırım politikası olarak seçmişlerdir.

2. Yatırım Tutarı Belirleme

Risk sermayesi şirketi, yapacağı ortalama yatırım için asgari ve azami tutarları belirlemektedir. Bazı iş türleri, diğerlerine nazaran daha sermaye-yoğundur ve başlangıçta daha büyük sermayeye ihtiyaç duyulur.

Buna yönelik nakit akım projeksiyonları, işletme sermayesi gibi finansal göstergelere ve plânlara ilişkin genel bir araştırmayı kapsayan finansal plânlara yapılmaktadır.

3. Yatırım Stratejisi Tespiti

Risk sermayesi şirketi, yatırım alanını seçtikten sonra bir yatırım stratejisi tesbit edecektir. Böylece göze alınamayacak yatırım riskleri, yatırım risklerini dengeleyip yok edecek yatırım kazançları, ve cazip yatırım tekliflerinin özellikleri konularında bir dizi prensip ve kriterler geliştirmektedir.⁹⁵ Bu aşamada risk sermayesi şirketleri, yüksek riskten korunmak için yapacakları yatırımlarda işletmelerin gelişim aşamalarını ve sektörel dağılımını göz önüne alarak, yatırım portföyü oluşturmaktadırlar.⁹⁶ Yatırımcı, eldeki fonları, inşaat şirketi veya devlet tahvili gibi nispeten güvenli alanlara yatırabilir, fakat o zaman başlangıç riskinin fazla olduğu riskli yatırımlardan elde edebileceği kazançtan daha az bir kazanç sağlayacaktır. Böylece, bazı yatırımlardan uğranılabilecek zararlar, diğerlerinden sağlanan yüksek kârlar ile telâfi edilmiş olacaktır.

4. Yatırım İmkânlarının Bulunması

Yatırım imkânlarının bulunmasında risk sermayesi şirketi şu yollara başvurur.

- Doğrudan Pazarlama: Yeni teşebbüsler kurma konusunda fikirleri olan veya böyle fikirlere sahip kişileri risk sermayesi şirketine gönderebilecek girişimciler ya da sektör yöneticileri, risk sermayedarlarının ilişki kuracağı veya başvuracağı kişilerdir.

- Dolaylı Pazarlama: Ticaret ve finansman gazetelerine v.b. ilan vermek, risk sermayesi ve endüstrisi konularında konferans ve seminerlere katılmak veya bunları

⁹⁵ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 86-87.

⁹⁶ GÜCENME, a. g. e., s. 80.

organize ederek, yatırımcı olabilecek kişilerle ve gelişme sermayesine ihtiyaç duyan şirketlerle ilişki kurulmaya çalışılır.

- Haber Kaynakları: Cazip yatırım fırsatları elde etme alanında başarıyla rekabet etmek isteyen risk sermayedarları geniş ve etkin bir iletişim ağı kurarak, girişimcilerden, onların aracıları ve danışmanlarından yatırım teklifleri alabilirler. Yatırım fırsatları sunan diğer önemli kaynaklar olarak; bankalardan alınan bilgiler (haberler, tavsiyeler), hukukçulardan, muhasebecilerden ve endüstri kaynaklarından alınan bilgiler sayılabilir.⁹⁷

5. İş Plânı Değerleme

İş Plânı, girişim şirketinin finansmanı sürecinin en önemli bölümünü oluşturur. Zira risk sermayesi şirketi bu iş plânına göre girişimciye sermaye desteği verip vermeyeceğine karar verir. Bu aşamada ürün ya da hizmetin iyi bir fikir olup olmadığı önem taşımaktadır. Ürün ilginç midir? Bu ürüne ihtiyaç var mıdır? Ya da verimlilik artıracak bir ürün veya hizmet midir? sorularına cevap aranır.⁹⁸

Yatırım önerisini risk sermayesi şirketine kabul ettirme ve istenilen finansal desteği sağlamak amacıyla hazırlanan iş plânının genellikle aşağıdaki konuları açıklığa kavuşturması beklenir.⁹⁹

- Fikir ya da iş sahibinin iş konusundaki eğitim, bilgi, beceri ve deneyimi,
- Üretilen ürün ya da hizmetin niteliği,
- Yatırım önerisinin pazar durumu,
- Yatırımın ya da işin üretim sistemi olarak teknik dizaynı ve işleyişi,
- Finansal yapısı, yapılan yatırım miktarı, istenilen finansman miktarı ve hangi amaçla kullanılacağı.

İş Plânının hazırlanmasında dikkate alınacak hususlar şunlardır.¹⁰⁰

- Girişimin yönetim kadrosu,
- Ürün veya hizmetlerin hayat süresi (life cycle),

⁹⁷ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 87.

⁹⁸ İŞERİ, a. g. e., s. 34.

⁹⁹ SARIASLAN, a. g. m., s. 6.

¹⁰⁰ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 88-89.

- Ürün pazarlama imkânları,
- Pazara girişi engelleyen faktörler,
- Girişimin finansman ihtiyacı ve potansiyel gelirleri sayılabilir.

İş plânı, ne gereksiz bilgilerle süslenmeli ne de tek sayfadan ibaret zayıf bir yapıda olmalıdır.

6. Ön Eleme ve İncelemeler

Risk sermayesi şirketleri aldıkları yatırım önerisi ya da iş plânlarını bir ön elemenden geçirmekte ve çekici olanlarını çok sıkı bir incelemeye tâbi tutmaktadırlar. Teklif, ön eleme aşamasından başarıyla geçerse, risk sermayesi şirketleri bazı temel araştırmalar yaptırırlar. Böylece, üretilmesi teklif edilen ürüne duyulabilecek talep, bununla ilgili endüstrinin seyri, bu alandaki rakipler ve alternatif ürünler hakkında bir fikir edinilmeye çalışılacaktır. Bu konuda belli bir deneyimi ve nitelikli yatırım projesi uzmanlarına sahip olan şirketler, öneri sahibinin de katılımı ile, kapsamlı bir yapılabirlik çalışması yaparlar.

Bu aşamada iş plânının geliştirilmesi, ve artırılmasına yönelik pazarlama, mühendislik ve maliyet muhasebesi araştırmaları yapılır. Ayrıca duyarlılık analizleriyle, en duyarlı varsayımlar olarak, finansman, teknik, faaliyet ve rekabet riskleri tespit edilmektedir. Bu aşamanın diğer bir işlemini de, girişimin kuruluş aşamasından itibaren 3-5 yılı kapsayan bir finansman projesinin oluşturulmasıdır.¹⁰¹

7. Ortaklık Görüşmeleri

Risk sermayesi şirketi tarafından kabul edilen yatırım teklifinin sahibiyle görüşmeler yapılarak, ortaklık kurulur. Bu aşamada, yatırım yapılacak işletmenin gelişme düzeyi ve kârlılık durumuna göre ortaklık payları tarafların anlaşmasına göre belirlenir. Risk sermayesi şirketi sağladığı finansman karşılığı, işletmenin hisse senetlerini satın alarak, hisse senedi oranında yönetime ortak olur. Özellikle fikir ve başlangıç aşamasındaki yatırımlarda risk sermayesi şirketi hisse çoğunluğunu elinde bulundurduğundan, işletme yönetimini de elinde bulundurmaktadır. Bu durum girişimcinin işi yürütmekteki bilgi ve becerisine de bağlı olmaktadır.

Genişleme ve satınalma destek yatırımlarında risk sermayesi şirketleri, hisse senedi karşılığı doğrudan ortak olma yerine, işletmeye sağladıkları finansman karşılığı

¹⁰¹ SARIASLAN, a. g. m., s. 7., ZALMOĞLU, a. g. e., s. 92-93.

hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ya da hisse senedi satın almak hakkı veren tahvil (warrant) alabilirler.¹⁰²

8. Halka Açılma

Risk sermayesi şirketleri yatırım yaptıkları işletmeleri geliştirip belli bir kârlılık düzeyine ulaştırdıktan sonra bu işletmeleri satarak, bekledikleri kârları likit biçime dönüştürmektedirler. Satış işlemi iki biçimde gerçekleştirilebilir. İlki, girişim şirketinin tamamen satılması, diğeri ve daha yaygın olanıysa, şirketin hisse senetlerinin halka satılmasıdır.

Halka açılmada, SPK'dan izin alınmakta ve hisse senetlerinin satışını üstlenecek bir yatırım bankası aracılığı ile satış yapılmaktadır. Halka açılmada başarılı olmak için uygun zamanda ve uygun fiyattan piyasaya açılma çok önemlidir. Çünkü, risk sermayesinden beklenen, cari kârlar değil, potansiyel gelecek kazançlardır. Risk sermayesi şirketinin kazancını da bu kârlar oluşturmaktadır.¹⁰³

2.3. Risk Sermayesi Şirketlerinin Girişim Şirketi Finansmanında Kullandıkları Araçlar

2.3.1. Adi Hisse Senetleri (Common Stock)

Risk sermayesinin en başta gelen finansman yöntemi, desteklenecek girişimcinin kuracağı veya faaliyetini sürdüren bir işletmenin hisse senetlerinin satın alınmasıdır. Bu durumda risk sermayesi şirketinin tek hedefi, finanse ettiği girişimciyi başarıya ulaştırmak ve böylece satın aldığı hisse senetlerinin değerinin yükselmesini sağlamaktır.

Risk sermayesi şirketleri yaptıkları yatırım biçimlerine göre farklı finansal araçları tercih etmektedirler. İlerideki çalışmada değinilecek olan çekirdek sermayesi ve başlangıç sermayesi yatırımı aşamalarında genellikle, hisse senedi ile finansman tercih edilmektedir. Girişim şirketlerine ait hisse senetlerini elinde bulunduran risk sermayesi şirketleri böylece şirketin yönetimine katılmaktadır.

Hisse senetleri, en çok kullanılan bir araç olma özelliğine sahiptir. Finanse edilecek yatırımın taşıdığı riske göre, alınacak hisse senetlerinin türü farklı şekillerde olabilir. Bunlar,¹⁰⁴

¹⁰² SARIASLAN, a. g. m., s. 7.

¹⁰³ APAK, a. g. e., s. 145.

¹⁰⁴ ESER, a. g. e., s. 70.

- İmtiyazlı hisselerle kâr payı dağıtıldıktan sonra kâr payı alabilen hisse senetleri (Deferred Shares),

- Kâr payında ayrıcalık sağlayan oydan yoksun hisse senetleri (Preferred Shares)

- İmtiyazlı hisse senetleri (Preference Shares) dir.

Risk sermayesi şirketleri belli şartlar altında, girişim şirketlerinin hisse senetlerini satın almak için anlaşma yapabilirler. Bu anlaşmayla ilki, muhtemelen %6 ile %8 arasında değişen oydan yoksun hisse senetlerinin ödenmiş kâr paylarını isteyebilmek, diğeri ise belli bir süre sonra şirketin oydan yoksun hisse senetlerini tekrar elde edebilmek sağlanmaktadır. Bu anlaşma, şirketin hızlı gelişmesi durumunda, risk sermayedarlarının paralarının geri dönmelerini garantileyecektir. Sonuçta, risk sermayedarı oydan yoksun hisse senetlerini adi hisse senetlerine dönüştürülmesini isteyebilir ve şirket iyi performans gösterirse eşit sahiplik paylaşılır.¹⁰⁵

Risk sermayesi finansmanında getiri ve risk profilleri oldukça farklı olduğundan, çoğu risk sermayesi finansında borç ve özsermaye tatmin edici bir şekilde kombine edilmiştir. Örneğin, oydan yoksun hisse senetlerinin adi hisse senetleri gibi alınan kararlardan korunma şansı yoktur ancak, kâr payı imtiyazı taşır ama bu pozisyonu şirket kârlı oldukça bir anlam taşıyacaktır.

İmtiyazlı hisse senetleri, risk sermayesi finansmanında kullanılan tipik bir menkul kıymettir. Yatırımcıya birçok avantajlar sağlayacak şekilde yapılmış olup, adi hisse senedine çevrilmesi dahil, hisse senedi üzerinde kâr payı ve tasfiye imtiyazı, mecburi ve ihtiyari iştirah programları ile özel oy hakları ve tercihler sunmaktadır.¹⁰⁶

Hukuki olarak imtiyazlı hisse senetleri sahipleri, adi hisse senetleri sahibinden önce fakat bono sahiplerinden sonra gelmektedir. Ayrıca yukarıdaki araçlar baz alınarak karma menkul kıymetler de oluşturulmaktadır.¹⁰⁷

Risk sermayesi şirketleri bir firmanın adi hisse senetlerinin % 51'ine sahip olmadıkça, o firmanın kontrolünü ele geçirememektedir.¹⁰⁸

2.3.2. Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller (Convertible Debentures)

Risk sermayedarı daha çok riskli yatırımlarda ve özellikle yatırımın genişlemesi dönemlerinde bu aracı tercih etmektedir. Böylece risk sermayedarı ödünç verdiği paranın

¹⁰⁵ GLADSTONE, a. g. e., s.14.

¹⁰⁶ İŞERİ, a. g. e., s. 13.

¹⁰⁷ TUNCEL, a. g. e., s. 44.

¹⁰⁸ David GLADSTONE, *Venture Capital Handbook*, Prentice Hall Pub., USA, 1988, s. 14.

hisse senedine çevrilmesini beklerken işletmenin başarısızlığa uğraması durumunda riskini azaltabilecektir.

Risk sermayesi şirketi girişim şirketine ödünç para verir ve karşılığında da tahvil (debenture) alır. Risk sermayesi şirketinin bu durumda iki alternatifi vardır. Şirket ya ödünç verdiği paranın geri dönmesi halini kabul eder, ya da bu borç karşılığı fiyatı önceden tespit edilmiş hisse senetlerini alarak alacağını hisse senedine çevirmiş olur.¹⁰⁹

Eğer girişim şirketinin işi başarılı bir şekilde büyüyorsa borsaya kote edilinceye kadar yeterli bir nakit akışı sağlanabilir. Fakat genç bir şirket için henüz belli bir kârlılığa erişmeden özsermaye finansmanı yerine borçlanmanın tercih edilmesi yıkıcı olabilir.

Hisse senediyle değiştirilebilir tahviller, hisse senedine çevrilene kadar belli bir oranda kazanç sunmaktadır.¹¹⁰

Risk sermayesi finansında hangi aracın kullanılacağı bir ölçüde fon kaynağına bağlı olmaktadır. Ancak, Küçük İşletme Yatırım Şirketleri gibi fonlarının çoğu borçlanmadan gelen kuruluşlar için düzenli ödemeler önem taşıdığından, bir gelir elde etme amacıyla hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller, özsermayeye tercih edilmektedir.¹¹¹

2.3.3. Warrantlar ve Borçluluğu Temsil Eden Senetler (Warrants and Debt Securities)

Risk sermayedarı bu aracı, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvilleri kullanmasına sebep olan aynı durumlardan dolayı tercih etmektedir. Bu aracın Convertible Debentures'den tek farkı, borcun hisse senedine dönüştürülmesi durumunda, alınacak hisse senetlerinin imtiyazlı hisse senedi olması ve çevrim zamanında firmaya ek sermaye girişi sağlamasıdır.

Bu araç, yatırımcı olarak zarar durumunda etkilenmemek amacıyla, fiyat ve şartların daha uygun olacağı ileri bir tarihe kadar hisse senedi satın alma hakkının korunması istenen hallerde tercih edilmektedir.¹¹²

Hızla büyüyen küçük işletmelerin finansmanında warrant'lı borçlar çoğunlukla kullanılmaktadır. Ayrıca risk sermayesi şirketleri, girişim şirketlerinin şirket payları veya varlıklarının üçüncü kişilere satılması aşamasında genellikle hisse senedi yerine,

¹⁰⁹ ÇİLLER, ÇİZAKÇA, a. g. e., s. 128.

¹¹⁰ LORENZ, a. g. e., s. 48.

¹¹¹ TUNCEL, a. g. e., s. 44.

¹¹² İŞERİ, a. g. e., s. 13.

“Convertible Debentures” veya imtiyazlı hisse senedi satın alma hakkı veren tahviller “Warrantlar” almaktadırlar. Bu durumda doğrudan özkaynak finansmanı desteği vermek yerine borçla özkaynak arasında olabilen bir finansman desteği sağlayarak ortaklık konusu bir başka zamana bırakılmaktadır.¹¹³

2.3.4. İntifa Senetleri

Varlıklar üzerinde alacak hakkı tanıyan ancak ortaklık hakkı bulunmayan, kârdan ve tasfiyeden pay alma hakkı tanıyan senetlerdir. Bu senetler, genel kurula katılma, genel kurul kararlarını reddetme ve oy hakkı taşımamaktadır.

İntifa senetlerinin değişik içerikte düzenlenebilmesi, işletmelerin gerçek risk sermayesi sağlayabilmesine imkân vermektedir.¹¹⁴ İntifa senedinin tasfiye anında sorumluluk işlevini yerine getirmesi, feshedilme ve geri ödeme zorunluluğu taşımaması, aynı zamanda semeresinin kâra bağlı olması, bu aracın işletmecilik açısından özsermaye olarak nitelendirilmesine sebep olmaktadır.

Yukarıdaki özellikleri içerecek şekilde serbestçe düzenlenecek intifa senetleri, risk sermayesi piyasasının gelişmesine önemli katkıda bulunacaktır.

2.4. Risk Sermayesi Şirketleri Yatırım Aşamaları

Risk sermayesi şirketi, yatırımın herhangi bir aşamasında finansman desteği verebilir. Ancak, yatırım kararı verilirken işletmenin gelişiminin hangi düzeyde olduğu, alternatif yatırım fırsatlarının sayısı, risk ve getirisi gibi birçok faktörleri dikkate almak zorundadır.

Risk sermayesi şirketinin, girişim şirketinin içinde bulunduğu gelişim aşamalarına göre sağladığı finansmanı, aşamalar halinde aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.¹¹⁵

- Sermaye Deleme (Fon Toplama) Aşaması

- Yatırım Aşaması

- Erken Aşama Yatırımları, Ön Evre Finansı (Early Stage Financing)

- Çekirdek Sermayesi

- Başlangıç Sermayesi

- Erken Aşama Sermayesi

¹¹³ SARIASLAN, a. g. m., s. 7.

¹¹⁴ FETTAHOĞLU, a. g. e., s. 42.

¹¹⁵ Birçok kaynakta Risk sermayesi yatırım aşamaları farklı gruplara ayrılmaktadır. Burada tüm bu gruplandırmaların bir kombinasyonu olarak bu tip bir sınıflandırma yapmanın daha kapsamlı ve daha anlaşılır olacağı kanaatindeyiz. Bu sınıflandırmalar için bakınız: FETTAHOĞLU, a. g. e., s. 23-28, AYDINBAŞ, a. g. t., s. 41-42, LORENZ, a. g. e., s. 47, AKMUT, a. g. e., s. 11.

- Geç Aşama Yatırımları
 - Bütüme- Gelişme, Genişleme Sermayesi (Expansion Financing)
 - İkinci Evre Finansı
 - Üçüncü Evre Finansı
 - Köprü Finansmanı ve Ara Finansman
 - Diğer Geç Aşama Yatırımları
 - Yerine Koyma Sermayesi
 - Şirket Kurtarma Sermayesi
 - Şirket Paylarının veya Varlıklarının Satın Alınması
LBO, MBO, MBI, BIMBO, ESOP v.s... işlemler,
 - Yatırımın Çözülmesi / Katılımın Halka Satışı (Çıkış)

2.4.1. Sermaye Derleme (Fon Toplama) Aşaması

Sermaye derleme aşamasında yapılan faaliyetler aşağıdaki şekildedir.

Risk sermayesi finansı, genç ve yeni kurulan işletmelere azınlık payı olarak özsermaye koyma şeklinde bir katılma finansını ifade ettiğinden yüksek risk taşımaktadır. Her bir katılımın riskini düşürmek için bir fon oluşturmak gerekecektir. Bu yüzden temin edilen kaynakları mümkün olduğu ölçüde çok sayıda projelere dağıtmak riskin dağıtılmasını sağlayacaktır. Ancak bunun gerçekleşmesi, belirli tutarlarda ve uygun kullanımlı kaynakların risk sermayesi şirketlerine akışıyla mümkündür. Bu açıdan risk sermayesi şirketi sermaye derlemeye geçmeden önce oluşturacağı risk sermayesi fonunun boyutları üç değişkene bağlı olmaktadır. Bunlar, Girişim işletmesinin türü, yönetim giderleri, ve diğer giderlerdir.

Risk sermayesi şirketleri, girişim şirketlerinin hem büyüme anında hem de sonradan ortaya çıkabilecek sermaye gereksinimlerinde, kaynak reserve etmesi gerekebilir. Riskin dağıtılmasını sağlamak amacıyla başlangıçta fonun tamamını yatırması durumunda sonradan ortaya çıkabilecek sermaye gereksinimlerini karşılayamayacaktır. Dolayısıyla daha sonraki aşamalar için reserve edilmesi gereken kaynakların hacmi, girişim şirketinin türüne bağlıdır.

Risk sermayesi şirketleri potansiyel ek yatırım gereksinimini karşılama yanında, fon yönetim giderlerini de belirlemesi gerekmektedir. A.B.D'deki çalışmalar, başlangıçta ve uygun girişim şirketlerinin seçiminde, deneyimli iki risk sermayesi yöneticisine ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir. Ayrıca fon yönetiminde araç, gereç, ve kırtasiye giderleri yanında sekreterlik ve iç danışmanlık harcamaları da hesaba katılmaktadır.¹¹⁶

¹¹⁶ FETTAHOĞLU, a. g. e., s. 24-25.

2.4.2. Çekirdek Sermayesi

Tohum ekme (Seeding) aşaması, tasarımın finansmanı, proje ve ar-ge finansmanı gibi tabirlerin kullanıldığı çekirdek sermayesi yatırım aşaması, ürün düşüncesinin geliştirilmesi ve finanse edilmesini kapsar. Bu aşamada sermaye, mevcut bulunan bir girişim şirketine değil, yeni ürün ya da hizmet üretimine yönelik kârlı bir projesi olan girişimcilere verilmektedir. Risk sermayesi şirketi ile birlikte, uygulamaya geçirilmemiş bir projenin fizibilite çalışmaları yapılmakta ve yapılabilirlik kararı verildikten sonra tasarımın meydana getirilmesi için girişim şirketi kurulmaktadır.¹¹⁷

Henüz düşünce aşamasında olan yeni bir teknoloji veya yeni bir pazar yaklaşımına sahip olan girişimcinin finanse edildiği bu devre, ürün geliştirme ve ürünün pazarlanabilir hale getirilmesini içerdiği halde, ürün pazarlanmasını kapsamamaktadır. Çekirdek sermayesi, icat sahibi veya girişimciye görüşünü ispat için nispeten az miktarda verilmektedir. Çekirdek terimi, bu sermayenin girişimcinin kendi işinin görüntüsünün filizlenmeye başlaması ve elle tutulur bir gerçeğe dönüşmesi için kullanılmasıyla ortaya çıkmıştır.¹¹⁸

Çekirdek sermayesi, fizibilite çalışmaları, iş plânının geliştirilmesi, ürün incelemesi ve pazar araştırmalarında kullanılır. Bu aşama risk sermayedarı için en zor aşama olup, girişimcinin elinde teknolojik buluş veya yenilik fikrinin dışında hiçbir şey bulunmamaktadır. Dolayısıyla projelerin % 70'i bu devre sonunda terk edilmektedir. Genellikle 7-10 yıl süren bu finans devresinde, iş plânı hazırlanması 9-15 ay sürmektedir.¹¹⁹

2.4.3. Başlangıç Sermayesi

Harekete geçme finansı (start-up financing), filizlenme sermayesi ve başlatma sermayesi olarak adlandırılan bu devrede, girişim şirketinin kuruluşu ve donatımı için zorunlu olan, risk sermayesi verilmektedir. Gerekli sermaye sağlandıktan sonra üretim hazırlığı yapılarak ürün gerçekleştirilmektedir.¹²⁰

Bu aşamada girişimcinin projesine verilen destek, kısa bir süredir faaliyette bulunan veya örgütlenme sürecinde olan girişim şirketinin, ürününü ticarileştirip satamamış olduğu devrede verilmektedir. Girişim şirketleri bu devrede genellikle yönetici kadrosunu kurmuş, iş plânını hazırlamış ve pazar araştırmaları yapmışlardır. Başlangıç

¹¹⁷ ALTINTAŞ, a. g. m., s. 33.

¹¹⁸ A. William SAHLMAN, "The Structure and Governance of Venture Capital Organizations", *Journal of Financial Economics*, 27, (2), 1990, s. 479, İŞERİ, a. g. e., s. 27.

¹¹⁹ Ülke DAĞDELEN, "Risk Sermayesi", *İşletme ve Finans Dergisi*, Mart, 1989, s.57.

¹²⁰ FETTAHOĞLU, a. g. e., s. 27.

sermayesi, ofis kiralanması, personel bulunması, ürün veya hizmetin geliştirilmesi ve satışların başlatılması için verilmektedir.

Girişimcinin mal veya hizmetinin denenmemiş olması nedeniyle, risk oranı çekirdek aşamasından daha büyüktür. Bu devre, risk sermayedarının firmaya en fazla yatırım yaptığı ve aktif olarak faaliyete katıldığı süreçtir.¹²¹

Ancak bu aşamada girişim şirketinin faaliyeti ve sürekliliği hâlâ kesinlik kazanmış değildir ve risk unsuru devam etmektedir. Bu sebeple risk sermayesi şirketleri, riski dağıtmak amacıyla yeni finanslayıcılar bulmaya çalışabilir.¹²² Başlangıç sermayesi genellikle bir yıldan daha kısa bir süre önce kurulmuş şirketlere yönelik olmakta ve gerekli yatırım tutarının yaklaşık 1 milyon \$ olduğu ifade edilmektedir.¹²³

2.4.4. Erken Aşama Sermayesi

Birinci devre finansmanı da denilen bu aşamada sermaye, başlangıç sermayelerini büyütmüş, prototipini üretip geliştirmiş, ticari amaçlı üretim ve satışı başlatmak için fon ihtiyacı duyan şirketlere aktarılmaktadır. Genellikle 4-6 yıl arası bir süreyi kapsayan bu aşamada çok değişken bir risk yapısı söz konusudur.¹²⁴

Prototiplerin teknik riskin minimum olduğunu gösterecek şekilde iyi olması halinde yatırım bu aşamaya geçer. Bu aşamada şirketlerin kârlı olması beklenmemelidir.¹²⁵ Çok düşük veya sıfır satış hasılatı ile negatif net nakit girişinin olduğu bu aşamada risk sermayedarının beklentisi hakkında, özsermaye-borç bileşimi ve risk sermayedarının elini taşın altına koyma derecesi konularında yoğun tartışmalar olmaktadır.¹²⁶

Erken aşama sermayesi yatırımlarında, risk sermayedarının yönetim içinde bulunması (hands-on) tercih edilir. Risk sermayedarı aktif destekleyici rol üstlenmektedir. Hands-on yaklaşımı yüksek personel ve yatırım rasyosu gerektirdiğinden bazı fonlarca tercih edilmez ve bu geç aşama finansmanına yönelmeye sebep olur.¹²⁷

¹²¹ İ. Cem ÖZKÖK, "Bir Finansman Türü Olarak Risk Sermayesi (Venture Capital) ve Uygulama Örnekleri", D.E.Ü., İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt :7, Sayı :1, İzmir, 1992, s. 213.

¹²² ALTINTAŞ, a. g. m., s. 33.

¹²³ SAHLMAN, a. g. m., s. 479.

¹²⁴ İŞERİ, a. g. e., s. 28.

¹²⁵ SAHLMAN, a. g. m., s.479.

¹²⁶ AYDIN-BAŞ, a. g. m., s. 42.

¹²⁷ LORENZ, a. g. e., s. 48.

Erken aşama sermayesinde, ilk somut ürün geliştirme düşüncesinden üretim yerlerinin kurulması ve aynı zamanda üretimin gerçekleştirilmesine kadar geçen süre zarfında risk sermayesi verilmektedir.

2.4.5. Büyüme- Gelişme Sermayesi

Büyüme-Gelişme sermayesi, yatırım aşamasının geç aşama yatırımlarını ifade etmektedir. Bu aşamada sıkıntılı kuruluş aşamasını atlatmış çoğu genç işletmelerin, büyüyüp gelişmesi için gerekli finansman sağlanmaktadır. Pazarda, yeni ürünün beklenen satışı gerçekleştirebilirse bu genç işletmelerin büyümesi finanse edilir. Dolayısıyla burada kapasiteyi genişletmek ve ürün çizgisini düzeltmek üzere risk sermayesi verilmektedir.

Bu aşamada üç tip finans türüne rastlanmaktadır. Bunlardan ilki, ikinci evre finansmanı (geçit finansmanı), diğerleri ise üçüncü evre ve köprü finansmanıdır.

- İkinci Evre Finansmanı (Geçit Finansmanı)

Bu devrede girişim şirketi faaliyettedir ancak kâra henüz geçmemiştir. Daha önce bir fon tedarik edip tüketmiş olarak risk sermayesi şirketi karşısına çıkan şirket, büyüme ve gelişme için yeni ürünler ve yeni pazarlar arayışı içerisinde.

Ürün veya hizmet mevcut pazara sunulmuş, fakat henüz bir marka imajı yerleştirememiştir. Satışları yetersiz olması nedeniyle rekabet gücünü artırmaya ihtiyaç vardır.¹²⁸ Bu durumda halen zararlı yönetilebilmektedir. Şirketin gelişimini gerçekleştirmek, tam kapasiteyle üretim ve satışını yapabilmek ve kâra geçişini sağlamak için gerekli olan alet-edavat, stok ve alacaklarının (döner sermayesinin) finanse edildiği ve ek sermaye ihtiyaçlarının karşılandığı bu aşamada ikinci devre finansı verilmektedir.¹²⁹

Çoğu risk sermayedarı, ikinci evre yatırımlarını çekirdek veya başlangıç yatırımlarına kıyasla daha fazla tercih etmektedirler. Bu evrede, finansal kıymetler ve taahhüt ilişkilerine dayalı olarak yapılan benzer yapıda likit yatırımların % 200'ü, kazanç getireceğine inanılan şirketlere yapılmaktadır.¹³⁰

- Üçüncü Evre Finansmanı

Bu evrede girişim şirketi belli bir pazar payına sahiptir. Büyüme finansmanı da denilen bu aşamada, satış hacmi yükselen ve başabaş noktasında olan, ya da kâra geçen

¹²⁸ DAĞDELEN, a. g. m., s. 58.

¹²⁹ SAHLMAN, a. g. m., s. 479.

¹³⁰ İŞERİ, a. g. e., s. 29.

küçüklüğünden kaynaklanan, ortalama maliyetlerin yüksekliği nedeniyle talebi daha fazla artıramama sorunu vardır. Bu durumda ölçek ekonomilerinin avantajını kullanmak için ihtiyaç duyulan ek yatırım, yeni fonların risk sermayedarı tarafından işletmeye kanalize edilmesiyle sağlanacaktır.¹³¹

Yatırımcıya bu evrede en kötü ihtimalle yatırım üzerinden % 50 kazanç garanti edilmektedir. Risk sermayedarı bu evrede hisselerini satıp kâra dönüştürebileceği gibi, ek finansman sağlayıp işi büyültmeye de yönelebilmektedir.¹³²

Bu aşamada hızlı genişleme iç kaynaklardan sağlanacak işletme sermayesini fazlaca gerektireceğinden, yeni risk sermayesi kullanılabildiği gibi, bankalarda bir miktar kredi arzında bulunabilirler.¹³³

2.4.6. Köprü Finansmanı ve Ara Finansman

Köprü finansmanı, bir şirketin daha fazla risk sermayesi sağlanması ya da bir borsada satışa çıkıncaya kadar finanse edilmesine yardım eder. Risk sermayesi şirketlerinin genellikle varanlı tahviller aracılığıyla sağladığı bu sermaye, genelde daha önceden bazı yatırımcıların yatırım yaptığı şirketlere yatırılmaktadır.¹³⁴

Köprü finansmanı, 6 ay ile 1 yıl içinde halka açılmayı ümit eden şirketlere aktarılmaktadır. Eğer girişimci şirket halka arz için mükemmel bir aday ise köprü finansmanı, halka açılana kadar şirketin hayatta kalması için kullanılmaktadır.¹³⁵

Köprü finansmanı, menkul kıymet alım-satım anlaşması kazançlarında geri ödenmekte ve yatırımcılar, şirket hisseleri 6 ay sonra borsada satıldığında fiyatının 2/3'sini almayı ümit etmektedirler.

Bu aşamada aslında bir köprü finansmanı biçimi olup, iki yıldan az bir vade yapısına sahip olan Ara Finansman'dan (Mezzanine Finance) bahsedilebilir. Bu finansman, getiri açısından özsermaye ve borç arasında bir yerde olup, bir özel şirkete devir yada satış, veya halka arza dek sağlanan son finansmandır. Genellikle yüksek faizli tahviller ya da imtiyazlı hisse senetleri alınarak sağlanan bu finansman biçimi, girişim şirketlerinin kendi yöneticileri tarafından satın alınması (MBO) işlemleri için de kullanılmaktadır.¹³⁶

¹³¹ ESEN, a. g. m., s. 4.

¹³² İŞERİ, a. g. e., s. 29.

¹³³ SAHLMAN, a. g. m., s. 479.

¹³⁴ AYDIN-BAŞ, a. g. m., s. 43.

¹³⁵ İŞERİ, a. g. e., s. 29.

¹³⁶ AYDIN-BAŞ, a. g. m., s. 43.

Diğer geç aşama yatırımlarıysa, hissedarların ellerindeki mevcut payların bir kısmının, girişim şirketince geri satın alınmasına yardımcı olmak için yapılmaktadır. Bu tür yatırımlar aşağıda incelenmiştir.

2.4.7. Yerine Koyma Sermayesi

İngiltere'deki bazı büyük fonlar, yatırımlarının yarısını "yerine koyma sermayesi" aşamasındaki yatırımlar için ayırmışlardır.

Girişimcinin borsaya kote olmayı arzu etmemesi veya ortaklar ile aile bireyleri arasındaki anlaşmazlıklar, yerine koyma sermayesine başvurulmasını gerekli kılmaktadır. Günümüzde daha az tercih edilen bir yatırım şekli olmakla birlikte, risk sermayesi şirketinin ayrılan ortağın elden çıkardığı mevcut hisselerini satın alması yanı sıra yatırım yaptığı girişimci şirketin gelişmesi için daha sonra finansman desteği de vermektedir.¹³⁷

2.4.8. Şirket Kurtarma Sermayesi

Kârsız çalışan bir işletmenin, iç yönetiminin, pazarlamasının ve diğer durumlarının değiştirilerek kârlı hale getirilmesi için verilen şirket kurtarma sermayesinde, yatırım aşaması 6 ay ile birkaç yıl arasında sürebilmektedir. Çok sınırlı sayıda risk sermayesi şirketi bu aşama ile ilgilenmekte, bu amaçla tasfiye uzmanları çalıştırmaktadırlar.

Risk sermayedarı oldukça büyük bir tutarı bu aşamada yatırmak durumunda kalırken, elini de taşın altına koymak zorundadır. Kote olmamış şirketlerin, gelişmenin erken aşamasında kullanmaları mevzu bahis olan bu sermayeyi sağlayan, genellikle orjinal yatırımcı olmaktadır. Şirketi kurtaran risk sermayedarı firmayı başarıya ulaştırınca, genellikle aynı endüstri kolundaki büyük bir firmaya satmaktadır. Ancak bir çok şirketin kurtarma operasyonu başarısızlıkla sonuçlanmaktadır.¹³⁸

2.4.9. Şirket Paylarının veya Varlıklarının Satın Alınması

Bu aşamada risk sermayesi, yöneticilerin işletmeyi satın alması durumunda, diğer bir ifadeyle "management buy-out" olayını finanse etmek üzere verilebilmektedir. Bazen geç aşama finansmanı bazen de çıkış aşaması olarak ele alınabilecek bu uygulama, şirket payları veya varlıklarının birilerince satın alınmasıdır. Bunlar, üçüncü kişiler olabilir, şirketin yöneticileri olabilir, başka bir şirketin yöneticileri olabilir, veya şirketin çalışanları olabilir. Şirket paylarının satın alınması işlemleri, ekonomideki devrelere bağlı olarak artıp azalabilmektedir. Ancak risk sermayesi şirketlerinin, 80'li yılların ikinci

¹³⁷ ZALMOĞLU, a. g. e., s. 80.

¹³⁸ TUNCEL, a. g. e., s. 59.

yarısında bu tip işlemlere oldukça fazla ilgi gösterdiği söylenebilir.¹³⁹ Tablo 2.1' de Yatırım aşamalarının süreleri ve risk dereceleri verilmiştir.

Tablo: 2.1. Risk Sermayesi Yatırım Aşamalarının Süreleri ve Risk Dereceleri

Yatırım Şekilleri	Süre (Yıl)	Risk
- Erken Aşama Yatırımlar Çekirdek Sermayesi (Prototip Geliştirme Aşamasında)	7-10	Ekstrem
Başlangıç Sermayesi (İş Oluşturma Aşamasında)	5-10	Çok Yüksek
Erken Aşama Sermayesi (Zararda veya yeni kârlı durumda)	3-7	Yüksek
- Geç Aşama Yatırımları Büyüme-Gelişme Sermayesi (İkinci ve Üçüncü evre finansmanı dahil) (Kurulu, kârlı, ancak sermaye ihtiyacı var)	1-3	Orta
Köprü veya ara finansmanı (Çıkış öncesi son destekleme finansı)	1-3	Düşük
-Diğer Geç Aşama Yatırımlar Yerine Koyma Sermayesi	6ay-1yıl	Orta
Şirket Kurtarma Sermayesi	3-5	Orta dereceden yükseğe kadar
Şirket Paylarının veya Varlıklarının Satın Alınması (MBO-MBI)	1-3	Düşük / yüksek

Kaynak: LORENZ, a. g. e., s. 48.

Yatırımın çözülmesi veya katılımın halka satışı (çıkış) aşaması, risk sermayesi sürecinin tamamlandığı en son halkadır. Bu aşamada girişim şirketi teknolojik ve ekonomik gelişmesini tamamlamış ve piyasada belli bir büyüklüğe ulaşmıştır. Genellikle 7 yıl gibi uzun bir süre sonunda oluşan yatırımdan çıkış aşaması sonucu, girişim şirketlerinin kârlı hâle gelmiş hisse senetleri değerindeki iktisadi ve mali büyümeye paralel olarak önemli artışlarından dolayı, risk sermayesi şirketleri elindeki hisse senetlerini piyasada satışa sunmaktadır. Elde bulunan hisse senetleri en yüksek olduğu noktada satılarak yatırımdan beklenen maksimum fayda sağlanmaya çalışılır.¹⁴⁰

Risk sermayesi şirketinin yatırımdan çıkış aşamasında kullandığı yöntemler değişik biçimlerde olmaktadır. Bunlar,¹⁴¹

- Girişim şirketinin halka açılması,
- Girişimcinin veya girişim şirketinin, risk sermayesi şirketinin elindeki hisse senetlerini geri satın alması,

¹³⁹ AYDIN-BAŞ, a. g. m., s. 43.

¹⁴⁰ DAĞDELEN, a. g. m., s. 57.

¹⁴¹ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 83.

- Girişim şirketinin başka bir şirkete satılması,
- Girişim şirketi hisselerini elinde bulunduran risk sermayesi şirketinin hisseleri başka bir yatırımcıya satması,
- Girişim şirketinin yeniden reorganize edilmesi,
- Girişim şirketin tasfiye edilmesi.

Risk sermayedarı bu son noktayı beklemeden, çeşitli sebeplerle yatırımdan çıkmayı isteyebilir. Ancak bu durumda elindeki kotasyonsuz hisse senetlerini satabilmesi zordur. Çünkü teknolojik gelişmenin erken aşamalarındaki küçük bir işletmenin hisseleri henüz birinci aşamada işlem görecektir ve çekicilikte değildir. Dolayısıyla, risk sermayesinin gelişebilmesi ve yaygınlaşabilmesi için teknolojik gelişmenin bütün aşamalarında uygun yatırım çıkış kanalları bulunması gerekecektir.¹⁴²

Risk sermayedarı borsa yada borsa dışı piyasada hisse senetlerinin halka satılması (going public) sonucu sermaye kazancı elde ederek, bu kazançla yeni bir yatırıma girişebilecek fonları temin etmiş olur.¹⁴³ Yapılan araştırmalar sonucu 1970-1982 yılları arası risk sermayesi yatırımlarıyla kurulan işletmelerin % 35'i halka açılmayı tercih ederken, % 22'si diğer bir şirket tarafından ele geçirilmiştir. Tüm halka açılmaların (% 96) ve ele geçirilen şirketlerin (%59)'unda risk sermayedarları pozitif getiri sağlamışlardır.¹⁴⁴

2.5. Risk Sermayesinde Girişim Şirketinin Halka Açılması

Risk sermayesi finansman modelinde girişimci belli bir sayıda risk sermayesi yatırımcısına yönlendirilmektedir. Bu ise genelde az sayıda yatırımcıyı içermektedir. Özellikle kurulmuş bir işletme alternatif olarak, geç aşama yatırımları, köprü finansmanı veya şirket paylarının veya varlıklarının satın alınması finansmanı gibi sebeplerle halka açılarak özsermaye finansman yöntemine başvurabilir.

2.5.1. Halka Açılma Yöntemi

Ükelere, ortam ve koşullara göre değişmekle birlikte şirketlerin halka açılmasının sağladığı olumlu ve olumsuz yönleri aşağıdaki gibi sıralayabiliriz.¹⁴⁵

¹⁴² DAĞDELEN, a. g. m., s. 57.

¹⁴³ ALTINTAŞ, a. g. m., s. 34.

¹⁴⁴ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 84.

¹⁴⁵ Sevinç AKBULAK, *Şirketlerin Halka Açılması*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 28, 1991, s 10-37.

- Halka açılmak suretiyle Borsa'ya kote edilme, şirketin ek sermaye ihtiyaçlarını karşılamasını kolaylaştıracaktır. Ayrıca halka açılma işlevi sonucu şirketlere ek bir fon sağlanacaktır,

- Hisse senetlerinin pazar değerinin belirlenmesi sağlanmakta ve pazarlanabilirliği artmaktadır,

- Sermaye piyasasını düzenleyici ve denetleyici kanun kapsamına girerek avantajlarından faydalanılmakta ve ayrıca vergi avantajı sağlanılmaktadır.

Halka açılmanın olumsuz yönleri şu şekilde sıralanabilir.

- Ortakların yönetim ya da denetim haklarının kısıtlanmasını istememeleri,

- İlk defa menkul değer ihraç edecek şirketlere yönelecek tasarrufların sürekli ve yeterli olmaması,

- Şirketin büyük ortaklarının veya kurucularının şirkete biçtikleri ikâme değerinin yüksek olması,

- Halka menkul değer ihraç etme maliyetinin yüksek olması,

- Örgütlenmemiş sermaye piyasalarının varlığı,

- Yöneticilerin görev ve sorumluluklarıyla, uyulması gereken kanuni yükümlülüklerin artması,

- Şirketle ilgili bilgilerin kamuya açıklanması zorunluluğu,

- Şirkette yeni bir organizasyona gerek duyulması.

İşletmelerin halka açılmada, tüm bu olumlu ve olumsuz yönlere rağmen başarılı bir şekilde halka açılabilmeleri için aşağıdaki yöntem ve kurallara uymaları gerekmektedir.¹⁴⁶

- Açılmayı destekleyecek ve açılmaya yardımcı olacak başarılı aracı kurumların seçilmesi,

- Firmanın fiyat/kazanç oranı cazip durumda iken halka açılma tamamlanmalıdır.

Bu durum işletmenin mevcut başarısı ile gelecek potansiyeline bağlıdır.

¹⁴⁶ Cengiz EROL, "Faizsiz Kredi Modeli, Venture Capital Finansman Modeli," Bankacılar Dergisi, Sayı:8, Nisan 1992, s. 31.

- Halka açılmayı plânlayan işletmenin 3-5 yıllık bir dönemi kapsayan istikrarlı bir kârlılığa sahip olmalıdır. Kârlılığın yanında işletmenin yeterli bir pazar payına sahip olması gerekir. Ayrıca üretim ve dağıtımda bir kesiklik olmadan ürün ya da hizmet arzını sürdürmesi beklenir.

- Halka açılmayı plânlayan işletme kapasiteli ve istikrarlı bir yönetime sahip olmalıdır. Başarılı bir yönetimden ortalamanın üstünde satış ve kârlılık istenir.

Yukarıdaki özellikleri içeren işletmeler, iyi işleyen aktif bir borsada ve uygun bir ortamda halka açılabilir. Diğer yandan işletme halka açılma yerine özel yöntem ve sermaye edinim yolunu da seçebilir.

Risk sermayesi temelli şirketlerin % 20'si hisse senedi piyasasına (public share markets) girebilmekte, % 40'ı büyük firmalarla birleşmekte (merger), % 20'si iflas etmekte, ve % 20'si de devam etmekte ancak yatırımcılarının beklentilerini karşılayamamaktadır. Erken aşama yatırımlarında başarısızlık rasyosu % 40 civarında olmaktadır.¹⁴⁷

2.5.2. Düşük Fiyatlandırma Politikası

Düşük fiyatlandırma, hisse senetlerinin gerçek değerinin altında satışa sunulmasıdır. Genellikle halka ilk kez arzedilecek hisse senetlerinin gerçek değerinin altında satışa sunulması şu sebeplere bağlanmaktadır.¹⁴⁸

- Halka arzı izleyen ilk günlerde hisse senetleri fiyatının önemli oranlarda prim yaptığı,

- Halka arzların borsa dışında gerçekleştiği durumlarda ilk ihraç fiyatlarının bir kez belirlenmesi ve tekrar fiyat ayarlanmasının yapılamaması,

- Arz fazlası durumlarında satışın, hisselerin bir kısmının elde kalmasıyla sonuçlanacağından, fiyatın bir taraftan yatırımcını ilgisini çekecek düzeyde olması, diğer taraftan ortaklık açısından toplanabilecek maksimum fonun toplanmasına imkân verecek düzeyde belirlenmesi,

- Aracı kurumla, hisse senedini halka arzedenden ortaklık arasındaki asimetrik bilgi sorunu,

¹⁴⁷ LORENZ, a. g. e., s. 49.

¹⁴⁸ ZAIMOĞLU, a. g. e., (Hayal GÜZELHAN-Mediha AĞAR, "İlk Halka Arzlarda, Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arzların Piyasa Performansları", SPK Yayınlanmamış Araştırma Raporu, Araş. Geliş. Dairesi No: 9116, 1991, s. 7-14'e atfen), s. 116-117.

- Düşük fiyatlandırmanın ortaklığın mali yapısı hakkında iyi bir gösterge olarak algılanması,

- Yatırımcıların ortaklık hakkında ileriye dönük iyi beklentilere sahip olmalarını sağlamak sayılabilir.

Halka arzda hisse senetlerine talep fazlalığı varsa, aracı kuruluş hisse senetlerinden bir kişinin alabileceği azami miktarı belirlemek yoluna gider. Ülkemizde bu uygulamaya sıkça rastlanmaktadır. İlk halka arzlarda düşük fiyatlama özellikle gelişmekte olan ülkelerde oldukça ciddi bir sorun olmaktadır. Ülkemizde de ilk ihraçlarda belirlenen fiyat genellikle gerçek değerinin altındadır.

Hisse senedini halka arz edenlerin, aracı kuruluşun satış işlemlerini izleyememesi fiyatın düşük belirlenmesine sebep olmaktadır. İhraççı ve aracı kuruluş farklı kişilerse düşük fiyatlama oranı daha da fazla olmaktadır.

Ayrıca yönetimin sermaye artırım kararı alması ve bu sebeple yeni hisse senedi ihraç etmesi, piyasada, içerdeki ortakların şirketin borsadaki bir payın fiyatının gereğinden fazla değerlenmiş olduğuna inandıkları şeklinde yorumlanarak, şirketin borsadaki fiyatının düşmesine sebep olabilecektir.¹⁴⁹

2.6. Risk Sermayesi Finansman Modelinde Sermaye Paylarının Durumu

Orjinal fikir sahibi olan girişimci, risk sermayesi tedariki yaparken, mümkün olduğunca girişim şirketinin mülkiyet devrini sınırlı tutmaya çalışır. Diğer taraftan yatırımcı, risk sermayesi yatırımıyla yüksek riskli bir girişime girdiğinden, yatırımın beklenen verimliliğinin yüksek olmasını istemektedir.

Risk sermayedarı her zaman için daha fazla hisse sahibi olmak istemektedir. Ancak risk sermayesi yatırımlarında, mülkiyetin yüzde kaç oranında yatırımcıya verileceği konusunda kesin bir formül bulunmamaktadır. Bu sebeple, yatırımcıya kabul edilebilir bir yatırım verimliliği sunulmalıdır. Yatırımcı, yatırım kararını alırken, risk sermayesi yatırımı elinden çıkardığında yatırıma uygulanacak beklenen sermaye kazanç vergi oranına göre belli bir yatırım çarpanı talebinde bulunur.¹⁵⁰

¹⁴⁹ DOĞU, a. g. e., s. 82.

¹⁵⁰ EROL, a. g. m., s. 30.

2.6.1. Girişim Şirketi Hisse Senetleri Değerleme Yaklaşımları

Kurulmuş girişim şirketlerine fonlarını kanalize etmek isteyen risk sermayedarları, bu şirketlerin hisse senetlerinin analizini ve değerlemesini yaparak elde ettikleri sonuçları, finanslamayı düşündüğü girişim şirketinin gelişiminden hangi oranda fayda sağlayabileceğini saptamada bir ölçü olarak kullanmaktadırlar.

Yüksek gelişme potansiyeli taşıyan girişim şirketlerinin ileride oluşturacağı kârlardan ve hisse senetleri fiyat artışlarından faydalanmanın ön koşulu, bir girişim şirketine veya başarıya ulaşma ihtimali yüksek yatırım projelerinin finansmanına katılarak hissedar olmaktır.

Finanslayarak hissedar olmak ise belli koşullarda olabilir. Bunlar, hisse senedi borsa değerinin aşırı yükselmemesine ve menkul kıymetler piyasasında alımına gerekli kolaylıklar sağlanmış olmasına bağlıdır.

Risk sermayesi şirketlerinin veya risk sermayedarlarının, girişim şirketleri hisse senetlerini değerlendirme yaklaşımları olarak şunlar verilebilir.¹⁵¹

- Genel bilgi çözümlene yaklaşımları: Bu bilgiler doğrudan genel ekonomi, iş kolu (sektör), hisse senetleri alınmak istenen ortaklık ve borsa bilgilerinden oluşur.

- Temel çözümlene (analiz) yaklaşımları: Bu yaklaşımlar, net aktiflere göre değerlendirme, gerçek değerlere göre değerlendirme, gelecekteki kestirimlere göre değerlendirme ve fiyat/kazanç oranı yaklaşımına göre değerlendirmeler'den oluşmaktadır.

- Teknik çözümlene yaklaşımları: Oluşumlar (omuz-baş-omuz oluşumu, eğilim alanları oluşumları), hisse senedi piyasasında kullanılan grafikler, borsa fiyatı (kuru) göstergeleri, İ.M.K.B. fiyat (kur) göstergeleri, dow kuramı ve Elliot dalga kuramlarıdır.

Temel çözümlene yaklaşımlarından Fiyat/Kazanç (F/K) oranı yaklaşımı, hisse senedi değerlemesinde kolay bir yöntem olmasından dolayı sermaye piyasası aracı kuruluşları (ve risk sermayesi şirketleri) tarafından kullanılmaktadır. Bu yöntem, hisse senedi değeri ile pay başına düşen net kâr değeri arasındaki ilişkiyi incelemektedir. F/K oranı, geçmiş yıllarla ilgili verilerin ortalaması alınarak yada aynı sektördeki işletmelere ait katsayıların ortalaması alınarak bulunmaktadır.¹⁵²

¹⁵¹ Pay senedi ve tahvil değerlendirme yaklaşımları için bakınız: RODOPLU, a. g. e., s. 205.

¹⁵² RODOPLU, a. g. e., s. 228.

F/K oranı yaklaşımı, kâr paylarının olağan kalacağı veya olağan aralıklarda artacağı varsayımına dayanır. Şirketin gelecek yıl elde edeceği hisse başına net kâr saptanarak gerçek değer,

Girişim şirketi his. sen. başına net kâr = Net Kâr/ His. sen. sayısı

Girişim şirketi his. sen. gerçek değeri= His. sen. başına net kâr (Hsnk) x F/K

(GşHsGd)

Oranı

şeklinde hesaplanır.¹⁵³

2.6.2. Risk Sermayesi Yatırımının Fiyatlaması

Risk sermayesi şirketi, yatırımı düşünülen girişim şirketinin veya projenin likidasyon (hisse senetlerini elden çıkararak nakit elde etme) tarihindeki değerini şu şekilde hesaplamaktadır.¹⁵⁴

Yatırımın Elden Çıkarma Toplam Değeri = Beklenen Net Kâr x Beklenen F/K
Oranı

(Girişim Şirketinin veya Projenin)

Bir örnekle açıklanırsa;¹⁵⁵

ABC girişim şirketi başlangıç aşamasında 500.000.000. TL.'lik bir yatırıma ihtiyaç duymaktadır. Risk sermayesi şirketi (yatırımcı) ise, 5 yıl içinde toplam risk sermayesi yatırımının 10 katı (yatırım çarpanı) bir potansiyel gelir sağlamayı arzulamaktadır.

Risk sermayesi şirketinin yönetimi, girişim şirketinin 5 yılda 20 kat F/K oranıyla halka açılabileceğini hesaplamaktadır. 5. yılda beklenen vergi sonrası gelir 1.250.000.000. TL'dir. İleriki aşamalarda, girişim şirketinin ihtiyaç duyabileceği ek finansman 500.000.000 TL.'dir ve bu aynı risk sermayesi şirketi tarafından sağlanarak 3. yıl sonunda verilmeye başlanacaktır.

Buna göre;

- Risk sermayesi yatırımının toplam istenen getirisi = Toplam yatırım x İstenen getiri katsayısı (yatırım çarpanı)

1 Milyar TL x 10 = 10 Milyar TL.

¹⁵³ RODOPLU, a. g. e., s. 228.

¹⁵⁴ EROL, a. g. m., 30.

¹⁵⁵ TUNCEL, a. g. e., s. 33.

- 5. yıl sonunda piyasada, yatırımın (girişim şirketinin veya projenin) beklenen elden çıkarma toplam değeri = Beklenen kazançlar x F/K oranı

1. Milyar 250 Milyon TL. x 20 = 25 Milyar TL.

- Risk sermayesi şirketinin istenen getiriyi elde etmek için girişim şirketine ne oranda ortak olması gerektiği veya ihtiyaç duyduğu sahiplik oranı = Risk sermayesi yatırımının toplam istenen getirisi / yatırımın beklenen elden çıkarma toplam değeri

10. Milyar TL./ 25.Milyar TL. = % 40 (ortaklık oranı)

şeklinde hesaplanır.

Girişim şirketinin veya yatırımın değerinin tespitinde esas alınan vergi öncesi gelir aşağıdaki gibi ifade edilir.¹⁵⁶

$$\text{Vergi Öncesi Risk Sermayesi Geliri} = \frac{\text{Yatırım Çarpanı - Sermaye Kazanc. Uygulan. Vergi Oranı} \times \text{Risk Sermayesi Yatırım Tutarı}}{1 - \text{Sermaye Kazanc. Uygulan. Vergi Oranı}}$$

Risk sermayedarı yukarıdaki eşitlik yardımıyla yatırımını sattığında, yatırımından elde edebileceği vergi öncesi geliri tespit eder. Gelir tespitinde, başlangıç yatırım oranı önemli olmaktadır. Risk sermayesi geliri, risk sermayesi yatırımının başlangıç anındaki payının elden çıkarılacağı andaki değeridir. Gelir tespitinde yatırım payı sabittir. Çünkü işletmenin daha sonra sermaye tedariki için halka açılmasının, yatırımcının yatırım payına olan etkisini açık olarak görmek gerekir. Risk sermayesi yatırımından sonra sermaye artırımına gidilecekse, ve bu risk sermayedarının hissesine etki edecekse, bu etki yatırım kararında dikkate alınmalıdır. Böylece, ileri dönemlerde, sermaye artırımları sebebiyle pay oranlarında olabilecek değişimlerin, risk sermayesi geliri üzerine olan etkileri hesaplanmaya dahil edilebilecektir.

Girişim şirketinin alınacak sabit hisse oranı, vergi öncesi risk sermayesi gelirinin, ileri dönemlerde olabilecek sermaye artış (halka açılma) oranı ile iskonto edilmesiyle bulunur. Aşağıdaki formül ve bir örnek ile gösterilirse;¹⁵⁷

$$\begin{aligned} &\text{Risk Sermayesi Yatırımı} \\ &\text{Karşılığı Teklif Edilen veya Talep Edilecek Hisse Oranı} = \frac{\text{Yatırım Çarpanı-Sermaye Kazancına Uygulanan Vergi Oranı} \times \text{Risk Sermayesi Yatırım Tutarı}}{1 - \text{Sermaye Kazancına Uygulanan Vergi Oranı}} \\ &\text{X} \frac{\text{F/K Oranı} \times \text{Net Kâr}}{\text{X} 1 + \text{Olası Sermaye Artırma Oranı}} \end{aligned}$$

¹⁵⁶ EROL, a. g. m., s. 30.

¹⁵⁷ EROL, a. g. m. s. 30.

Örnek: X girişim şirketine yatırım yapacak risk sermayedarını teşvik edecek vergi sonrası gelir miktarı (yatırım çarpanı), başlangıç yatırım sermaye miktarının 5 veya 6 katıdır. X şirketine benzer nitelikteki bir şirketin ihtiyacı olan iki milyar TL.'lik bir sermaye için risk sermayedarı aranmaktadır. Sermaye ihtiyacı olan buna benzer diğer bir Y şirketinin yakın bir tarihte 6 Fiyat/Kazanç oranı ile halka açıldığı öğrenilmiştir. 2 milyar TL. sermaye ihtiyacı için risk sermayedarı arayan işletmenin önümüzdeki beş yıl için tahmini kâr miktarı 3 milyar TL. olarak belirlenmiştir. Girişim şirketinin gelecekte ihtiyacı olacak yatırım sermayesi karşılığı %10 oranında halka açılacağı tahmin edilmektedir. Bu tür yatırımlardan elde edilen sermaye kazanç vergi oranı % 10'dur.

Soru: X Girişim şirketi verilen koşullara göre risk sermayedarına yüzde kaç hisse teklif etmelidir ki, risk sermayedarına cazip gelsin? Veya verilen verimlilik ortamında risk sermayesinin kabul edilebileceği hisse yüzde kaç olacaktır?

Çözüm: Risk Sermayesi Karşılığı

$$\begin{aligned} \text{Teklif Edilecek veya Talep} & \quad 5-0.10 \quad 2 \\ \text{Edilecek Hisse Oranı} & = \frac{\quad}{1-0.10} \times \frac{\quad}{6 \times 3} (1.1) = \% 66.54 \\ & = 6-0.10 / 1-0.10 \times 2 / 6 \times 3 (1.1) = \% 80.12 \end{aligned}$$

Eğer risk sermayedarı, verilen finansal projeksiyonların doğruluğunu kabul ederek, vergi sonrası ana yatırım tutarının 5 veya 6 katı geliri cazip bulursa, işletmenin %66.54 ile %80.12 oranında hissesine sahip olmalıdır. Risk sermayedarı yatırıma gitmeden önce finansal verilerin güvenilirliğini de kontrol etmelidir.

2.6.3. Girişim Şirketi Hisse Senetleri Arz Fiyatının Belirlenmesi

Halka ilk kez açılma kararı alan işletme, yeni çıkaracağı ya da halka açacağı hisse senetlerinin fiyatını belirlerken şu kurallar çerçevesinde hareket etmektedir.¹⁵⁸

- Fiyat, mukayeseli-benzer işletmelerin işlem gördüğü hisse senedi fiyatına göre karşılaştırılır.

- Fiyat kararı, hisse senetinin pazarda kolay işlem görmesi için, belli bir seviyede oluşturulur. A.B.D'de bu sınır 10 \$ ile 20 \$ arasında gözlemlenmektedir.

- Pazara sunulan hisse senedi fiyatı, düşük fiyatlandırma politikası gereği ve yönetimin kararına göre % 10 ile % 15 oranında iskontoğu satılır.

¹⁵⁸ EROL, a. g. m., s. 31.

Batı ülkelerinde, özellikle A.B.D.'de orjinal birinci el hisse senedi ihracında hisse senedinin, nominal fiyatın (pazar fiyatının) %15 oranında iskontolu satılarak satışa çıkarılmasının sebebi, ihracı başarılı kılmaktır. Dolayısıyla, yüksek fiyatlı hisse senedi başarısız duruma düşerse veya ihraç talep bulmazsa, hisse senedi fiyatındaki azalma daha fazla olabilir, bu da şirketin sermaye piyasasındaki başarısını uzun süre menfi yönde etkiler.

Girişim şirketi, hissesini halka açmadan önce, benzer işletmelerin faaliyet ve finansal verilerini içeren bir karşılaştırmalı fiyat tablosu hazırlar. Bu tablo yardımıyla halka açılmayı düşünen şirket, kendi verilerini piyasada işlem gören işletmelerin verileri ile karşılaştırır.

Arz fiyatının belirlenmesine yönelik karşılaştırmalı tablo analizi, bir örnekle açıklanabilir.

ÖRNEK:

Karşılaştırmalı tablomuz, halka açılmayı düşünen X girişim şirketine en yakın değer olarak Y şirketini tespit etmiştir. Y şirketinin son bir yıllık Fiyat/Kazanç oranı:45, bir yıllık tahmini F/K oranı 33'dür. Yapılan hesaplamalar sonucu, ihraca yardımcı olan aracı kurum, tahmini limitler arasında bir fiyatla halka arzı başlatmıştır.

Karşılaştırmalı tablo analiziyle, girişim şirketinin en yakın özelliklerini taşıyan ve hisse senetleri borsada işlem gören işletme veya işletmeler tespit edilerek, bu işletmelerin tarihi fiyat, tarihi kazanç oranı ve tahmini fiyat/kazanç oranı bulunur. Bu değerler halka arzı düşünülen tüm senetlerin satıldığındaki yaklaşık fiyat/kazanç grup değerlerini belirtir.

Tablo: 2.2. Halka Açılmayı Düşünen X Girişim Şirketinin

Tahmini Fiyat Tablosu

Birinci El Piyasa Hisse Senedi Fiyat Tahmini

Son 12 Aylık Hisse	Yıllık Tahmini Hisse
Başına Kazanç	Başına Kazanç
Fiyat/Kazanç Oranı = 45 *	

Halka Açılma Öncesi Fikri Durum:

Hisse Başına Kazanç : 0.46 TL.**	0.58 TL.
Fiyat/ Kazanç Oranı x 45	x 33
Hisse Senedi Fiyatı : 20.70 TL.	19.14 TL.

Halka Açılma Kararı İle Teklif Edilen Proforma Durum

Hisse Başına Kazanç : 0.50 TL.	0.60 TL.
Yeni Sermaye Artırımı	
Kararı Kazanç Etkisi : - (0.06)	-(0.06)
Hisse Başına Kazanç 0.44 TL.	0.54. TL.
Fiyat/ Kazanç Oranı x 45	x 33
Proforma Hisse Başına	
Senet Satış Fiyatı 19.80 TL.	17.82 TL.

X Girişim Şirketinin Tamamen

Halka Açılma Varsayımına Göre

Fiyat Limitleri	: 17.82 TL.-20.70 TL.
% 10 İskontolu Limitler	: 16.04 TL.-18.63 TL.
Aracı Kurum Komisyonu % 10 Dahil	: 14.44 TL.- 16.77 TL.

Not: İskonto oranı ve aracı komisyonu, pazar koşulları ve yasal düzenlemeye göre değişir.

* Halihazırda hisse senedi piyasasında işlem gören, karşılaştırmalı tablodan elde edilen benzer özellikli işletmenin F/K Oranı. ** Halka açılmayı plânlayan girişim şirketinin mevcut hisse başına kazancı.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARI

Günümüzde iktisadi sistemin lideri konumunda bulunan ABD, diğer finansal alanlarda olduğu gibi risk sermayesi alanında da diğer ülkelere öncülük etmektedir. Çeşitli ülkelerde risk sermayesi yatırımları, buldukları ülkeyle sınırlı olmamakta ve risk sermayedarları başka ülkelerde de yatırımlar yapmaktadırlar.

3. 1. A.T. Ülkelerin Küçük Ve Orta Boy İşletmelerinin Finansal Sorunları

Avrupa Topluluğu'nda, sayıları 14.5 milyon olarak tespit edilen 1-9 arası işçi çalıştıran işyerleri çok küçük işletmeler, sayıları 1 milyon civarında tespit edilen 10-99 arası işçi çalıştıran işletmeler küçük işletme, 100-499 arası işçi çalıştıran yaklaşık 70 bin civarındaki işletmeler ise orta büyüklükteki işletmeler olarak tanımlanmaktadır. KOBİ'lerin toplam işletmeler içindeki payı % 99.9 olmakta ve ortalama 1000 kişiye 45 işletme düşmektedir.

A.T. ülkelerindeki KOBİ'lerin karşılaştıkları finansal sorunlar aşağıdaki gibidir.¹⁵⁹

- KOBİ'lerin, yeni projeleri kendi kaynaklarıyla karşılamaları ve kredi piyasalarından kaynak aktarımı yapmaları oldukça güçtür. Dolayısıyla, büyük işletmelerle kıyaslanamayacak derecede kaynakları özellikle devri dalgalanmaların olduğu dönemlerde azalmaktadır.

- KOBİ'leri sermaye piyasalarıyla kolay bir şekilde ilişkiye geçememektedirler. Bu durumun sebepleri olarak; KOBİ'lere yönelik kredi kurumlarının azlığı ve yetersizliği, KOBİ'lerin ekonomik ve idari güçlükleri sebebiyle halihazırdaki kredi kurumlarının sağladığı kredilerden yararlanamamaları, KOBİ yöneticilerinin varolan kredi imkânlarını yeterince değerlendirememeleri sayılabilir.

- KOBİ'lerin ayrıca maliyet, kârlılık ve esneklik (üretim, arz, vb.) sorunları

vardır.

Sonuç olarak, A.T'da KOBİ'ler ve esnaf kesimi yüksek oranlarda kısa vadeli finansman kullanmaktadırlar. KOBİ'ler teminat gösteremediklerinden düşük maliyetli,

¹⁵⁹ AET'de Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler ve Türkiye, İktisadi Kalkınma Vakfı, Mayıs 1988, s. 24.

uzun vadeli borçlanmaya gidememektedirler. Ayrıca, küçük işletmeler büyük işletmelere göre, yüksek faiz oranları özellikle de kısa vadeli banka kredileri konusunda dezavantajlı durumdadırlar. Bunlara ilaveten bir çok ülkede bu işletmelerin sermaye açıklarının olduğu da tespit edilmiştir.

Ticaret kredisi hacmi, A.T ülkelerinin pek çoğunda önemli oranlardaki ticari borçlanmaları göstermektedir. Küçük işletmelerin büyük işletmelere nazaran daha fazla ticari kredi kullandıkları konusunda veriler olmasına rağmen, özellikle ekonominin durgunluk dönemlerinde, ticari kredi tediyelerindeki gecikmeler, KOBİ'lerin performanslarını ve varlıklarını sürdürmelerini menfi yönde etkilemektedir.¹⁶⁰

3. 2. A.T.'da Risk Sermayesi

A.T. ülkeleri arasında risk sermayesi alanında kurulmuş risk sermayesi şirketi sayısı olarak en yüksek payı, topluluk risk sermayesi portföyünün yaklaşık yarısını oluşturan İngiltere almaktadır.

Avrupalı yatırımcıların fazla risk üstlenmek istememesi, ellerindeki fonları işe yeni başlayan küçük ve yeni işletmelere vermek yerine büyük işletmelere yöneltmesine sebep olmaktadır. Ancak ABD'de kullanılan fonların yaklaşık beşte biri diğer ülkelerden ve özellikle A.T. ülkelerinden gelmektedir. Bu durum, A.T. ülkelerinin risk sermayesinin gelişimi için kendi ülkesindeki yatırımcıya gerekli kolaylıkları tam olarak sağlamadığını göstermektedir.¹⁶¹

3. 2.1. Avrupa Risk sermayesi Birliği (EVCA)

Avrupa Topluluğunda risk sermayesi hususunda sistematik çalışmalara ilk önce EVCA tarafından başlanılmıştır. Avrupa Topluluğu, uluslararası teknolojilerin geliştirilmesi için risk sermayesi şirketleri arasında sendikasyonları teşvik etmektedir. Bu amaçla küçük ve orta ölçekli işletmelerin yeni buluşlarını ve teknolojilerini geliştirmek için EVCA ve Avrupa komisyonu tarafından faaliyete geçirilen risk sermayesi konsorsiyumu (Venture Consort), bu türlü projelere sendikasyon yolu ile finansman sağlamaktadır.¹⁶²

EVCA, profesyonel risk sermayedarlarınca, aralarında bilgi ve uzmanlık tecrübelerinin geçişini sağlamak amacıyla kurulmuştur. Risk sermayedarlarının tek

¹⁶⁰ Ayye EGE, Ufuk ACAR, Avrupa Topluluğu İle Gümrük Birliği Kapsamında Küçük ve Orta Boy İşletmeler, KOSGEB Yayınları, Tübitak Matbaası, Ankara, 1993, s. 24-25.

¹⁶¹ TÜRKCAN, a.g.m., s. 12.

¹⁶² AKMUT, a. g. e., s. 14.

problemi, sadece işin başlangıcında bulunan yeni şirketler değil, hukuki ve idari düzenlemelerden kaynaklanan metodlardır. Bu yüzden çok iyi donanmış Amerikan risk sermayedarları, (EVCA sayesinde) karşılıklı olarak Avrupalı risk sermayedarlarına danışmanlık hizmetleri vermekte veya sermaye ortaklığında bulunmaktadır.¹⁶³

1985 ve 1986 yıllarında risk sermayesi konsorsiyumu tarafından 18 uluslararası projeye finansman kaynağı sağlanmıştır. EVCA'nın ve konsorsiyumun amaçları şunlardır.¹⁶⁴

- Avrupa ülkeleri arasında KOBİ'lerin işbirliğini teşvik etmek,
- Topluluk ülkeleri arasında mali ve hukuki farklılıklara rağmen uluslararası projelerin finansmanının mümkün olacağını ispatlamak,
- Sendikasyon yolu ile riski paylaştırarak KOBİ'ler arasında yeni teknolojilerin ve yeni buluşların kullanımını yaygınlaştırmak, sayılabilir.

A.T'nin yaptığı yardımlar 200.000 ECU ya da firma özkaynaklarının % 30'unu aşmamaktadır. Desteklenen işletmelerin büyük çoğunluğunu 1983'ten sonra kurulmuş genç ve küçük işletmeler oluşturmaktadır. Projelerin seçiminde;

- Teknolojik bir gelişmeyi içermesi,
- AT bünyesinde yer alması,
- Birden fazla AT üyesi ülkeyi kapsayacak bir gelişme potansiyeline sahip olması,
- Ülkelerarası risk sermayesi sendikasyonlarıyla desteklenmesi, gibi ölçüler dikkate alınmaktadır.¹⁶⁵

Venture Consort Projesi, Tek pazar 1992 hedefi çerçevesinde etkili olmuş ve Avrupa'daki risk sermayesi şirketleri arasındaki işbirliğini artırmıştır.

Avrupa'da faaliyet gösteren 17 ülke kuruluşunun çoğu EVCA ve ESCFN üyesidir. EVCA'nın bugün için 300'ü aşkın üyesi bulunmakta ve hukuki işleyiş olarak da belli bir süresi yoktur.

¹⁶³ Gunter RİCHER, "Venture Capital", 30 Haziran-5 Temmuz 1985 Tarihli Konferans, İzmir/Çeşme, Recent Developments in Capital Markets in Turkey, S.P.K. Yayınları, Yayın No: 2, 1990, s. 129.

¹⁶⁴ AKMUT, a. g. e., s. 14-15.

¹⁶⁵ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 10.

Evca'ya tam üye olarak, öz sermaye ve özsermaye benzeri finansman ile yeni kurulan veya genişleyen KOBİ'leri destekleyen kuruluşlar, önemli oranda büyüme potansiyeli olan şirketlere yatırım yapan kuruluşlar, amaçları uzun vadeli sermaye kazancı olup faaliyetlerini Avrupa'da sürdüren kuruluşlar, AT üyesi olan veya olmayan ülkelerde bulunup yatırım yaptıkları şirketlere aktif yönetim desteği sağlayan kuruluşlar sayılabilir. Özel üye olarak da, Avrupa'da risk sermayesi gelişiminden etkilenen bankalar, danışmanlar, emekli fonları, sigorta şirketleri vb. kuruluş ve kişilerden oluşan çıkar grupları sayılabilir.

Kuruluşun faaliyetleri, üyelerin sermayeleri baz alınarak hesaplanan ücret ile finanse edilmektedir. EVCA'ya; İngiltere, Fransa, Almanya, Hollanda, Norveç, İtalya, İspanya, Finlandiya, Danimarka, İzlanda, Yunanistan, İrlanda, Portekiz, İsveç, İsviçre, Avusturya ve Belçika'nın risk sermayesi kuruluşları üyedir.¹⁶⁶

Avrupa Risk Sermayesi Birliği'nin 1993 yılında Amsterdam'da yapılan yıllık toplantısına Türkiye ilk kez katılmış ve yedek üyeliğe kabul edilmiştir. Ancak Türkiye'nin, A.T.ülkesi olmaması sebebiyle asıl üyeliğe kabul edilmemiştir.

Ülkemiz, EVCA'ya üye olmakla, Avrupa'daki risk sermayesi sektörünü çok yakından izleme imkânı elde etmesi, EVCA tarafından hazırlanan yıllık rehberde adının geçmesi ve Türkiye'de kurulacak risk sermayesi yatırım ortaklığı şirketleri ile ilgili tüm bilgilerin bu rehberde yer alması, ayrıca Avrupa'dan, mevzuatın oluşturulması ve risk sermayesi şirketlerinin kurulması gibi teknik konularda yardım alma imkânı avantajlarını kazanabilecektir.¹⁶⁷

3. 2. 2. İngiliz Risk Sermayesi Birliği (BVCA) ve Sektörün Gelişiminde

Önem Taşıyan Kuruluş ve Projelerden 3İ

British Venture Capital Association (BVCA), 1983 yılında 33 adet kurucu fonun katılımı ile kurulmuştur. Aslında İngiliz risk sermayesi hareketi, resmi bir klüp olmayan Venture Capital Form'un (VCF) 2 yıllık ömrü boyunca öğle tatillerinde biraraya gelen üyelerinin, 18 aktif katılımcıyı da aralarına almaları ile başlatılmıştır. VCF'nin başlıca amacı; risk sermayesi konusunda görüş alışverişinde bulunmak ve risk sermayesini düzenleyici kurumlara isteklerini ileterek seslerini duyurmaktır. BVCA, VCF'nin bir devamı olup, bu klübün resmîyet kazanmasıyla meydana gelmiştir.¹⁶⁸

¹⁶⁶ TUNCEL, a. g. e., s. 9-10.

¹⁶⁷ Yalçın ATLI, Milliyet, 6 Ekim 1993, s. 8.

¹⁶⁸ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 11.

BVCA'nın temel amacı, üyelerin devletle olan ilişkilerini düzenlemek, finansal ve düzenleyici otoritelerle ilişki kurmak, üyeler arası proje bazlı bağlantılar kurarak profesyonel ve etik standartlar geliştirmektir. BVCA, devlete risk sermayesi konusunda baskı grubu rolünü üstlenmektedir.¹⁶⁹

İngiltere'de risk sermayesi finansman modelinin gelişimi ve yaygınlaşması, 1980'den sonra olmasına karşın, bu konudaki ilk çalışmalar, 1945 yılında İngiliz Merkez Bankası Bank Of England önderliğinde çeşitli finansal kuruluşların işbirliği ile kurulan 3İ (investors in industry) adlı finansal kurumun kuruluşuna kadar uzanmaktadır.

3İ, küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansmanında özgün bir model olmasına karşılık, tam anlamı ile bir risk sermayesi şirketi olarak görülmemektedir. Ancak, fonlarının büyük bir kısmını küçük ve yeni işletmelere uzun dönemli krediler vererek kullandığı için, yeni ve başlangıç aşamasındaki yatırımları finanse eden bir tür girişim destek kuruluşu sayılmaktadır.¹⁷⁰

3İ, firmalara çeşitli konularda geniş çapta bir hizmet sunmaktadır. Bu hizmetler, bağlı kuruluşlar aracılığı ile firmaların taleplerine bağlı olarak ayrı ayrı ya da toplu olarak sağlanmaktadır. 3İ'nin başlıca hizmetleri şunlardır.¹⁷¹

3İ Ventures: Özellikle yüksek teknoloji alanında faaliyette bulunan firmaların büyümesine destek olmak amacıyla kurulmuştur. Bu amaçla, teknik ve finansal konularda uzmanlaşmış bir yönetici kadrosu oluşturmakla beraber, sanayi sektöründeki yeni girişimlerin sermayelerine ortak olmak suretiyle finansal destek sağlamakta ve deneyimli idarecilerin firma yönetiminde görev almasını sağlayarak, aktif idari destek'de bulunmaktadır.

3İ Properties: KOBİ'lere her tipte arazi ve bina temin etmekte ve bu alanda İngiltere'nin en önde gelen emlak kuruluşlarından biri olmaktadır.

3İ Corporate Finance: Fon sağlama, şirket birleşmeleri, şirket devralmaları, genel finans danışmanlığı konularında hizmet sunar.

3İ Consultans: İngiltere'nin en önde gelen yönetim danışmanlık şirketlerinden biridir. Sanayi ve ticari bütün sektörlerdeki şirketlere danışmanlık hizmeti vermektedir.

¹⁶⁹ TUNCEL, a. g. e., s. 80.

¹⁷⁰ SARIASLAN, a. g. m., s. 9.

¹⁷¹ Emel ALKAN, Haluk AYTEKİN, Hakan KILDOKUM, Araç. Grubu, "Küçük ve Orta Ölçekli İşletme Finansmanında İngiliz Modeli, 3İ", *Uzman Gözüyle Bankacılık*, Aralık 1995, s. 31.

3İ Portfolio Management: Yatırım, fon yönetimi konularında hizmet sunmakta, ayrıca, grubun portföyünü yönetmektedir. Asıl uzmanlık sahası küçük firmalardır.

3İ Asset Finance: Tesis ve ekipman finansmanı için leasing ve taksitle alışveriş imkânlarını araştırır.

Bunları dışında, büyük firmalara MBO ve MBI şeklinde yatırım yapmaktadırlar.

İkinci Dünya Savaşını takiben yaygın olan işsizliğe çare olup, istihdam oluşturmak, teknoloji üretimini sağlayarak yenilikleri sanayiye ve ticarete kazandırmak amacı ile kurulan 3İ, hem girişimcilerin getirdiği yenilikleri risk sermayedarı gibi değerlendirmekte, hem de bir banka gibi davranarak risk sermayedarlarının iştiraki ile çalışan şirketlere yatırım yapmaktadır. İngiltere’de risk sermayesi piyasasının %50-%60’ı 3İ kuruluşunun elindedir.¹⁷²

İngiltere uygulamasında 3İ Kuruluşu’nun en önemli faaliyeti, 1980 sonrası büyük bir hızla sayıları artan risk sermayesi şirketlerine yetişmiş ve tecrübeli idareci desteği sağlamak olmuştur. Zira, 3İ’den ayrılan yöneticiler yeni risk sermayesi şirketleri kurmuşlardır.

1976’da 3İ ve 350 finansal kuruluşun işbirliği ile “Sanayi İçin Özsermaye” firması kurulmuştur. 3İ’ye göre daha küçük çaplı olan bu finansal kuruluşun yatırım portföyünün yarısı, başlangıç aşamasında bulunan işletmelerden oluşmuştur. Bu kuruluş bugün özel risk sermayesi şirketi olarak faaliyetini sürdürmektedir.¹⁷³

İngiltere’de 1980 sonrası vergi alanında yapılan değişiklikler sonucu yeni firmaların kurulması çekici hale getirilmiş ve bu amaçla 1981’de İş Başlangıç Programı (BSS) ile 1983’de İş Genişletme Plânı (BES) ortaya konulmuştur. BSS’nin temel özelliği beş yıldan genç ve borsaya kote edilmemiş teşebbüslerin hisselerini satın alarak özel yatırımcılara vergi kolaylıkları getirmektir. Ancak beş yıldan genç olma şartı 1982’de kaldırılarak, program 1983’de BES olarak yeniden organize edilmiştir.

BES fonları işe başlama, işi genişletme veya işi satınalma, ar-ge faaliyetine girişme ve borçların ödenmesinde kullanılabilir.¹⁷⁴

¹⁷² ŞENYUVA, a. g. e., s. 21.

¹⁷³ SARIASLAN, a. g. m., s. 9.

¹⁷⁴ ÖZKÖK, a. g. m., s. 216.

İngiltere, A.T ülkeleri arasında en gelişmiş risk sermayesi sektörüne sahiptir. İngiltere’de OECD kaynaklarına göre 1979’da 19 olan risk sermayesi şirketi sayısı, 1985’de yaklaşık 100’e ulaşmıştır. Risk sermayesi sektörünün esas gelişimi ise 1981-1984 yılları arasında gerçekleşmiştir.¹⁷⁵

Risk sermayesi’nin İngiltere’deki gelişmesinde en önemli katkı, serbest borsanın oluşturulmasıyla gerçekleşmiştir. Bu sistemin tamamlayıcısı olarak 1980’de Kote Edilmemiş Senetler Piyasası kurulmuştur. Bu piyasa, normal borsalara, özellikle Londra Borsası’na giremeyen küçük firmalar için daha düşük maliyetli ve hisselerin daha kolay kontrol edilebildiği bir yer olmaktadır.¹⁷⁶

1981-1984 yılları arası, 155 Milyon Sterlin risk sermayesi şirketleri tarafından çeşitli risk sermayesi şirketlerine aktarılmıştır. Bu sermayenin kaynağı, büyük holdingler, devlet, yöresel kalkınma üniteleri (Local Development Agencies) ve bireyler tarafından oluşturulmaktadır. Ayrıca tüm büyük bankalar risk sermayesi sektörüne ciddi bir şekilde katılmakta ve bunların içinde en aktif olanı Midland Bank olduğu görülmektedir.

1984 yılında İngiltere’de 100 kadar risk sermayesi şirketi bulunmaktadır. Bu rakam Amerikan standartlarına göre cüce kalmakta ise de, 1979’da sadece 20 risk sermayesi şirketi bulunduğu göz önünde bulundurulursa, bu sektörde ciddi bir büyümenin sağlandığı kabul edilebilir.

Thatcher hükümetinin kemer sıkma politikalarının bu büyümede etkileri olduğu ileri sürülmektedir. Şöyle ki, hükümetin üniversitelere sağlanan araştırma fonlarını kısımları üzerine bilim adamlarının üniversiteyi terk ederek özel sektöre kaydığı görülmektedir.

Bu karışıklıkta, bir yandan İngiltere’de yetişmiş insan gücü kaynakları ve üniversiteler kriz içerisine itilirken öte yandan risk sermayesi sektörüne üniversiteden beyin göçü gerçekleştirilmekte böylece sektör büyük dinamizm kazanmaktadır.¹⁷⁷

İngiliz bankaları bir yöntem olarak, ayrı tüzel kişiliğe sahip ve yine bir bankanın devamı olan bir Limited şirket kurarak risk sermayesi sektörüne girmişlerdir. Diğer bir yöntem olarak da, kurulan yeni şirketi, bankacılara ilâveten “sanayici tipi” elemanlarla takviye etmişlerdir.¹⁷⁸

¹⁷⁵ İŞERİ, a. g. e., s. 72.

¹⁷⁶ ÖZKÖK, a. g. m., s. 217.

¹⁷⁷ ÇİLLER, ÇİZAKÇA, a. g. e., s. 131-34.

¹⁷⁸ ŞENYUVA, a. g. e., s. 10.

İngiltere, gerek hukuki gerekse mali açıdan Avrupa'da risk sermayesi sektörünün gelişebilmesi için en uygun ortamın bulunduğu ülke olmaktadır.

1980'li yıllarda, kurumlar ve gelir vergisinde önemli azaltmalar yapılarak, küçük firmalar için gelişme potansiyeli artırılmıştır. Aynı hâl 1990'lı yıllarda da devam etmiş ve faiz oranları, enflasyon ve vergi indirimleri ile küçük işletmelerin büyümesi teşvik edilmiştir. Gelir ve sermaye kazançlarına uygulanan oran % 40 olmakla beraber sermaye kazancı vergisi diğer Avrupa ülkeleri'nden daha yüksek olmuştur. Risk sermayesi sektöründeki gelişmenin ana kaynağı, 1980 yılında oluşturulan ikincil piyasanın varlığı ile merger ve acquisitions aktivitelerinin ilerlemesidir.¹⁷⁹

3. 3. Almanya

Almanya gelişmişlik düzeyine rağmen risk sermayesi hususunda tatmin edici bir duruma erişememiştir.¹⁸⁰ 1970'li yıllarda risk sermayeciliğinin özel sektörde benimsenmesi için yönlendirici çalışmalar başlatan B.Alman Devleti yetkilileri, 28 bankanın birleşerek bir risk sermayesi şirketi kurmalarını istemiş ve şirketin zarar etmesi halinde devletçe, zararın % 75'ini karşılayacağını teminat altına almıştır. Bu yönlendirme sonucu 1975'de devlet destekli bir risk sermayesi şirketi Wagnisfinanzierungsgesellschaft (WFG) kurulmuştur.¹⁸¹

Almanya'ya teknoloji transferinin çok yavaş gerçekleşmesinde en önemli etken, Almanya'nın risk sermayesi kervanına gecikmeli katılmasıdır.¹⁸² Bu yüzden ilk gerçek Alman risk sermayesi şirketi olan Technoventure, ancak 1983'de Münih'de kurulabilmiştir.¹⁸³

Almanya'da yeni şirketlerin finansman için, menkul kıymetler borsasına girmeleri de oldukça zor olmuştur. Menkul Kıymetler Borsası ve ikincil piyasa'ya giriş için başvuran şirketlerin, hem banka hizmetlerini sağlamaları, hem de yatırımcıları korumaları gerekmektedir. Bu yüzden risk sermayesi yatırımlarının halka arzı geçmiş yıllara göre küçük olmuştur.¹⁸⁴

Almanya'da risk sermayesi sektörünün gelişimini geciktiren başlıca unsur olarak vergi sistemi gösterilmektedir. Alman finans çevreleri ve iş adamlarının riske atılmak

¹⁷⁹ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 183-184.

¹⁸⁰ AKMUT, a. g. e., s. 10.

¹⁸¹ SARIASLAN, a. g. m., s. 11.

¹⁸² RİCHER a. g. m., s. 129.

¹⁸³ APAK, a. g. e., s. 153.

¹⁸⁴ İŞERİ, a. g. e., s. 61.

istememelerinin sebebi, hisse senedi temettülerinin daha kaynaktan vergilendirildikleri halde, faiz gelirleri beyan edilmediğinden vergi dışı kalmasıdır. Dolayısıyla, hisse senetleri vergi açısından cezalandırılırken, faiz gelirleri bundan kurtulmaktadır.¹⁸⁵

Ayrıca amortisman açısından desteklenip, vergiden muaf tutulan "Bauhemen modele" adı verilen ortaklık türü, kişileri yeni şirket kurmaktan ziyade bu ortaklıklara yatırım yapmaya yöneltmekte ve böylece risk sermayesi sektörüne girmelerini engellemektedir.¹⁸⁶

Devlet, WFG'ı kurarken başlangıçtaki amacı, Amerikan tipi bir Risk Sermayesi Şirketi kurmak ise de bu amaca ulaşamamıştır. Çünkü şirket, risk sermayesi ana prensiplerin sapılarak bir özel şirket olarak değil, bir devlet şirketi olarak yönetilmekteydi.

Devlet bununla beraber, en son teknolojiye yönelik yeni kurulmakta olan firmaları destekleme faaliyetinde bulunmuştur. Bu programda, fizibilite çalışmalarının %90'ı ile geliştirme masraflarının % 75'ini karşılamak üzere destek sağlanmasıyla birlikte, girişimci şirketin bankalara olan borçlarının % 50 ile % 80'i arasındaki kısmı da devletçe garanti edilmektedir.

Devletin bu aşırı desteği rehavete yol açmış olabilir ki, artık devlet sektörden elini çekmeye başlamış ve özel sektörün hakim olduğu bir Risk Sermayesi sektörü oluşturmak üzere, hukuki alt yapı düzenlemesine gitmiştir.¹⁸⁷

Alman Risk Sermayesi Sektörü, 1980'li yılların ortalarında gösterdiği hızlı büyümeyi, 1992 yılında da devam ettirmiştir. Alman Risk Sermayesi Birliği (BVK), 1992 yılı itibarıyla 70 adet risk sermayesi şirketini üye olarak bünyesinde barındırmaktadır.¹⁸⁸

3. 4. Hollanda

1980 sonrası Hollanda'da, Risk sermayesi finansman modelinin gelişimi ve şirket kuruluşunu teşvik etmek amacı ile gerekli düzenlemeler yapılarak, 1981'de Hollanda Merkez Bankası risk sermayesi şirketleri için özel bir garanti programı geliştirilmiştir. Bu programa göre hükümetin onayladığı risk sermayesi şirketlerinin, risk sermayesi yatırımlarından doğan zararları garanti edilmektedir.¹⁸⁹

¹⁸⁵ ÇİLLER, ÇİZAKÇA, a. g. e., s. 135.

¹⁸⁶ İŞERİ, a. g. e., s. 61.

¹⁸⁷ ÇİLLER, ÇİZAKÇA, a. g. e., s. 136-137.

¹⁸⁸ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 186.

¹⁸⁹ SARIASLAN, a. g. m., s. 12.

Hollanda'da risk sermayesi fonlarının çoğu, kamu kuruluş ve şirketlerinden sağlanmaktadır. Endüstriyel Projeler Şirketi (MIP), 1982'de kurulmuş olup Hollanda'nın en büyük risk sermayesi organizasyonudur. Ortakları, devlet başta olmak üzere emekli sandıkları, bankalar ve sigorta şirketleri olan bu şirket, Hollanda'da ticari hizmetler vermek ya da yüksek riskli endüstriyel faaliyetlerde bulunmak isteyen şirketlere sermaye sağlamaktadır.

Bu gelişmeler sonucu, Unilever ve Philips gibi uluslararası şirketler risk sermayeciliğine katılarak, risk sermayesi şirketlerinin sayısını 30'a çıkarmıştır.

3. 5. Yunanistan

Risk sermayesi sektörü Yunanistan için yeni gelişen bir sektör olup, 1988 itibariyle 3 adet risk sermayesi şirketi mevcuttur. Daha çok başlangıç ve gelişme sermayesi sağlayan bu şirketler, yatırım süresi olarak 15 yıl ve daha uzun vadeli yatırım yapmaktadırlar.¹⁹⁰

3. 6. Japonya

A.B.D.'nin tecrübelerini takip eden Japonya, risk sermayesi modelini kendi iktisadi sistemine uyumlaştırma çalışmaları yapmış olmasına rağmen, bu çalışmalarıyla İngiltere kadar başarılı sonuç alamamıştır.

Japonya'da finansal sistem, büyük kurum ve kuruluşlara dayanmakta olduğundan, bu kuruluşlar teknolojik gelişmeleri izlemekle beraber yeni teknoloji yatırımlarına bizatihi kendileri girişmişlerdir. Böylece teknolojik gelişmede boşluk oluşmamıştır. Ancak klasik Japon kültürünün işletmelere yansması sonucu, ömür boyu istihdam garantisi, çalışmanın bir fazilet olarak görülerek bunun işletmeye bağlılıkla birleşmesi gibi sebeplerden dolayı üretken girişimcilerin ortaya çıkması mümkün olmamıştır.¹⁹¹

Risk sermayesinin sektörünün henüz rağbet görmediği Japonya'da, 1988 yılında 20'yi aşkın risk sermayesi şirketi bulunmaktaydı. Aslında kot-dışı şirketlere finansman sağlayan ve yatırım yapan, böylece ileride portföyündeki şirketlerin hisselerini satarak sermaye kazancı sağlamayı hedefleyen şirketler mevcut olmasına rağmen, Anonim şirket temelinde yönetilen yatırım ortaklıklarının ortaya çıkışı yeni sayılmaktadır.¹⁹²

¹⁹⁰ İŞERİ, a. g. e., s. 81.

¹⁹¹ SARIASLAN, a. g. m., s. 10.

¹⁹² İŞERİ, a. g. e., s. 77.

Tüm bunlara rağmen risk sermayesi sektörü Japonya için cazip olmuştur. 1974 yılında Uluslararası Ticaret ve Endüstri Bakanlığı (MITI) tarafından Risk Sermayesi Girişim Merkezi (VEC) kurulmuştur. VEC'in faaliyet konuları şunlardır:

- Küçük ve orta ölçekli işletmelerin gösterdiği yüksek performansı yakından izleyerek, küçük ve ileri teknoloji kullanan şirketlere yatırımlarını tamamlamak için bankalarca verilen kredi tutarının % 80'i için kefalet vermek,

- MITI desteği ile Japonya'da risk sermayesi konusunda ana bilgi kaynağı olmaktır.

Küçük işletmeler için sermaye sağlayacak uzman kuruluşlar, MITI gibi kamu kuruluşlarınca kurulmuştur. 1963'te üç ilde SBIC kurulmuştur. Fakat bunlar Amerika'dakinden oldukça farklılık göstermektedirler. Amerikan SBIC'ler, özel firmalarca kurulmakta, parayı hükümetten ve bankalardan alarak küçük işletmelere ödünç vermektedirler. Japon SBIC'ler ise, yarı kamu kuruluşlarıdır, yatırımı özkaynak olarak yaparlar ve danışmanlık hizmeti verirler. Ayrıca yatırım faaliyetleri bazı alanlarda kısıtlanmıştır.

Banka ve aracı kurumlar tarafından ilk özel Japon risk sermayesi şirketi 1970 yılında kurulmuştur. 1973-1974 yıllarındaki iktisadi durgunluk, borsa dışı pazarın yokluğuyla birleşince bu tür şirketlerin bir kısmı kapanmış, bir kısmı da faktoring firmasına ve finansal faaliyet gösteren başka kuruluşlara dönüşmüştür.¹⁹³

Japon risk sermayesi şirketlerinin işleyişi A.B.D. ile aynı olmaktadır. Kâr, % 80-% 20 oranında paylaşılmaktadır. Fakat A.B.D.'nin tersine, fonların büyük çoğunluğunu sağlayan finansal kuruluşlar sınırlı sorumlu olmayıp tam sorumludur. Ayrıca özel Japon Risk Sermayesi Şirketleri yeni ve başlangıç aşamasındaki şirketlere yatırım yapmamaktadırlar. Genellikle oldukça iyi kurulmuş ve yerleşmiş faal küçük işletmelere yatırım yapmayı benimsemişlerdir. VEC'in bir araştırmasına göre, desteklenen işletmelerin %43'ü 11-20 yıllık, %24'ünün ise 20 yıldan uzun süreli olduğu ortaya konulmuştur. Bu durumun temel nedeni; hisse senetlerinin Japon OTC piyasasına kote edilebilmesi için gerekli koşulların çok katı olması ve kotasyon süresinin uzun olmasıdır.¹⁹⁴

1987 yılı itibariyle 3.4 milyar dolar fonu yatırımlara aktaran 70 risk sermayesi şirketi bulunmakla beraber Japon risk sermayesi sektörünün Amerika kadar cesur

¹⁹³ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 180-181.

¹⁹⁴ SARIASLAN, a. g. m., s. 11.

olmadığını söylemek mümkündür. Ancak, Japonya'ya yabancı yatırımların ve uluslararası risk sermayesinin gelmeye başladığı ve bunun etkisiyle önümüzdeki yıllarda klasik finans kurumlarının hegemonyasının kırılacağı, risk sermayesinin gelişeceği tahmin edilmektedir.¹⁹⁵

3. 7. A.B.D.

Çalışmamızın daha önceki bölümlerinde genişçe değinildiği gibi, Risk sermayesi kavramının ana kaynağı Amerikadır. Bu sebeple, bu alanda yaşanan gelişmeleri ve konuyla ilgili çalışmalarımızın büyük bir bölümünü Amerika örneğini ele alarak işlemeye çalıştık.

Yapılan araştırmalara göre 1983 yılında A.B.D.'de 400'den fazla yüksek teknolojiye yönelik Risk sermayesi şirketi bulunmakta olup, bunlarda zamanla bir bünyevi değişikliğin olduğu gözlenmiştir.¹⁹⁶ Şöyle ki; sermayeye olan ihtiyacın büyüklüğü, risk sermayedarlarının bir kısmını bireysel çalışma yerine diğer risk sermayedarlarıyla birlikte bir yatırım havuzu kurulmasını gerektirmiştir.¹⁹⁷ Bu da yeterli gelmeyince, risk sermayesi şirketleri, anonim ortaklıklar haline gelerek kendilerini borsaya kote etmiş ve halka açılmışlardır. Bu değişimle şirketlerin herbiri 150-800 milyon dolar arasında bir sermaye toplayarak, yatırımlarını büyük oranda çeşitlendirme imkânı bulmuşlardır.

Risk sermayesi alanında 80'li yıllarda yaşanan müspet gelişmeler 1990-1991 yıllarında yerini ciddi bir durgunluğa bırakmıştır. Büyüme aşaması finansmanı için yapılan risk sermayesi yatırımları 1987'de on yıl öncesine göre 20 kat artarak 4.2 milyar dolara ulaşmışken, bu rakam 1990 yılında 1.8 Milyar dolara inmiştir.

Ayrıca, A.B.D.'de başlangıç finansmanı için yapılan risk sermayesi yatırımlarındaki başarısızlık yüzdesinin diğer yatırımlardan daha yüksek olduğu gözlenmiştir.¹⁹⁸ Bu başarısızlık büyük ölçüde, yatırım kayıplarının yeni yatırımlarla karşılanması zorunluluğunun doğurduğu baskı sonucu ile yatırım seçimi ve incelenmesi hatalarından kaynaklanmaktadır.

A.B.D.'de yabancı yatırımcılar giderek daha fazla risk sermayesi yatırımları yapmaya başlamışlardır. Özellikle Japon yatırımcılar önemli bir kaynak oluşturmaktadırlar. 1989'da Japonlar California'da başta yüksek teknoloji girişimleri

¹⁹⁵ ZALMOĞLU, a. g. e., s. 182.

¹⁹⁶ ÖZKÖK, a. g. m., s. 214.

¹⁹⁷ RİCHER, a. g. k., s. 129.

¹⁹⁸ DAĞDELEN, a. g. m., s. 60.

olmak üzere 320 milyon USD 'lik bir yatırım yapmışlardır. Yabancı girişimcileri A.B.D.'de yatırımlara yönelten sebepler, Amerikan risk sermayedarlarının proje seçiciliğinin fazla olması, sabırlarının olmayışı ve girişimcilerin yerel finansman kaynakları bulamamalarıdır.

1994 yılı itibariyle Amerikan Özel Risk Sermayesi Şirketlerinin elde ettikleri fon miktarı 3.5 Milyar \$'dır. Risk sermayesinin bu kadar popüleritesinin artmasının çeşitli sebepleri vardır. Bunlar, büyüyen ekonominin meydana getirdiği fırsatlar ve sermaye piyasasındaki dalgalanmalardır. Amerikan risk sermayesinin %70'den fazlası en az 10 yaşındaki firmalara gitmektedir. Başarısını ispatlamış firmalar bu fonları daha kolay toplayabilmektedir. Aynı zamanda birçok Amerikan risk sermayesi fonları başka firmaları ele geçirmek ve birleşmek amacıyla kullanılmaktadır.¹⁹⁹

Bunun yanı sıra A.B.D.'de geçen zaman içinde risk sermayesi yatırımları bilgisayar sektöründen tıp ve sağlık alanlarına kaymıştır. 1981'de bu alanlara yapılan yatırımlar toplam fonların %6'sı iken, 1986'da %12'e ulaşmıştır. Aynı dönemde bilgisayar sektörüne yapılan doğrudan yatırımlar azalmıştır. Ancak yine de bilgisayar, iletişim ve sağlık alanlarına risk sermayesi fonlarının büyük bir bölümü yatırılmaktadır.²⁰⁰

3. 8. Kanada

Risk sermayesi Kanada'da, Canadian Development Corporation'un (CDC) kurulmasıyla başlamıştır. CDC, özel sektöre ait başarılı risk sermayesi şirketlerinin hisselerini alarak destek sağlamıştır. Risk sermayesine benzer bir sistemle çalışan Federal İş Geliştirme Sistemi ise yeni kurulacak işlere kredi veya sermaye finansmanı sağlamaktadır. Ülkede teknoloji üreten şirketlerin giderlerinin tamamı vergiden düşülmektedir. Federal hükümet ayrıca, özel, yüksek riskli projelerin yatırım tutarının %75'ine kadar fon sağlayabilmektedir. Kanada için tezgahüstü piyasaların (OTC) varlığı önemli bir avantaj olmaktadır. Ayrıca yeni kurulmuş küçük şirketler için ayrı bir kotasyon sistemi olan Junior listing mevcuttur.²⁰¹

Risk sermayesi sektörü Kanada'da, 1960'lı yıllarda yükseliş göstermiş olmasına rağmen, 1970'li yıllarda nispeten geri kalmıştır. Bugün için Kanada Risk sermayesi Şirketleri Kurulu'sunun 100 kadar üyesi vardır ve bunların yarısından fazlası klasik sektörlere yatırımı tercih etmektedirler.²⁰²

¹⁹⁹ *The Economist*, "Venture Capital, Something Gained", October, 29 Th, 1994, s. 94.

²⁰⁰ İŞERİ, a. g. e., s. 64.

²⁰¹ TUNCEL, a. g. e., s. 95.

²⁰² İŞERİ, a. g. e., s. 79.

3.9. Genel Değerlendirme ve Alınacak Dersler

Risk sermayesi sektörünün Türkiye 'de geliştirilmesi ve verimli bir şekilde uygulanması amacıyla, Batı'nın ve diğer ülkelerin tecrübelerinden almamız gereken dersler vardır. Böylece bu bölümdeki çalışmamızın bir sentezi yapılarak, Batı'da yapılan hataların ülkemizde tekrarı edilmesini önleyici görüşler yer alacaktır.

Devlet gücüyle risk sermayesi sektörünün desteklenmesi sürecinin en köklü örneğini A. B. D. oluşturmaktadır. A. B. D.'de, SBA'nın finanse ettiği kuruluşlar olan SBIC'lara, SBA'nın ortak olma yerine, faizli kredi vermesi ve ayrıca bu kuruluşu bürokrasiye bağması, SBA ve dolayısıyla devletin müdahalesinin en önemli sakıncalarından birini oluşturmaktadır.

Ayrıca, SBIC'lerin sermayelerinin yaklaşık dörtte üçü SBA tarafından sağlanmış faizli kredilerden oluşmaktadır. Bu durumda SBIC, SBA'ya olan borcunu belli bir zamanda ve belli bir faiz fazlasıyla ödemek zorunda kalacağından, SBIC şirketi girişimci şirketleri finanse ederken uzun dönemli ve riskli yatırımlara girememekte, özellikle yüksek teknoloji içeren ve uzun dönemde çok büyük kârlar sağlayacak olan yatırım imkânlarını kaçırmaktadır.

Amerikan SBA sisteminin diğer bir sakıncası, yukarıda bahsedilen, SBA'nın direkt olarak devlet bütçesine bağlı olması, dolayısıyla bürokrasiye aşırı bağımlı duruma düşmesidir. Devlet bütçesine bağımlılık, her bütçe kısıtlanmasında SBA fonlarının kısılmasına yol açmakta ve SBA'nın etkinliğini azaltmaktadır.

Almanya'da 1975 yılında devlet tarafından 28 Alman bankasının biraraya getirilerek oluşturulduğu Amerikan risk sermayesi sektörü benzeri WFG'nın zarar etmesi halinde devletin zararın %75'ini yüklediği bahsedilmiştir. Tüm bu imkânlarla rağmen şirket zarar etmiş, finanse edilecek girişimci şirketlerin seçiminde bir türlü isabetli kararlar verilememiştir. Bu durumun en önemli sebebi olarak, şirketin yönetiminde konvansiyonel bankacılardan, sanayicilerden ve memurlardan oluşan kimselerin, risk sermayesi olayını tam olarak anlayamamaları gösterilmektedir.²⁰³

Yukarıda görüldüğü gibi, Devlet mutlaka proje seçici durumda olmaması gerekmektedir. İlerideki çalışmamızda bahsedileceği gibi ülkemizde Halk bankası ve Vakıflar bankasının, risk sermayesi şirketi kurup proje desteklemesi çalışmaları yapması, WFG uygulamalarına benzemektedir. Halbuki devlet bankasının yapması gereken, risk sermayesi şirketlerinin hisselerini satın alarak girişimcilere destek olmaktır.

²⁰³ ÇİLLER, ÇİZAKÇA, a. g. e., s. 146-147.

Türkiye'de nokta ücret seviyesinin ve iş güvencesi standartlarının düşük olması sebebiyle, riske atılma potansiyelinin daha yüksek olduğu sonucuna varabiliriz. Japonya'da büyük şirketlerin çatısı altında emniyetli olarak çalışan insanları düşündüğümüzde herhangi bir riske atılmak sözkonusu bile olmamaktadır. Ayrıca bu büyük şirketlerin yaptığı Ar-Ge harcamaları da risk sermayesi yatırımlarına yeterince fırsat vermemektedir.

Bundan dolayı, Japonya'nın risk sermayesi sektöründeki eksikliği motivasyondan kaynaklanan bir zafiyet olarak görülebilir. Ayrıca Japonya'da ikincil piyasalar çok yavaş çalışmakta, 100 küsur firmanın sermayesi, Tokyo Borsası'ndaki hacmin %1'ine bile ulaşamamaktadır. Yine Japon küçük girişimcileri, klasik olarak bir asırdır devletten her türlü maddi ve manevi desteği almakta, büyük şirketler de bu alanda çeşitli yardımlar yapmaktadır. Sonuçta Japonlar, risk sermayesi alanında geç davranmalarına rağmen Amerikan tipi bir risk sermayesi şirketi kurabilmişlerdir.²⁰⁴

²⁰⁴ TÜRKCAN, a. g. m., s. 23.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ GELİŞİMİ VE BENZERİ UYGULAMALAR

4.1. Risk Sermayesinin Gelişiminde İlk Girişimler

Risk sermayesi terimi Türkiye'ye yeni girmekte ancak, uygulaması 35 yıl önce başlamıştır. Plânlı dönem, Türkiye'de özel girişimlere yeni imkânlar ve teşvikler sağlarken, özel sermayenin küçük birimler halinde tarım ve ticaretten, sanayi'ye aktarımı beklenilmekteydi.

Özellikle İkinci Beş Yıllık Kalkınma Plânıyla, teşvik tedbirleri sistematik ve örgütlü bir biçimde girişimcilere sunulmuştur. 993 sayılı Kanun daha sonraki dönemlerde azalan ve çoğalan dozlarda, geri kalmış yöreleri ve küçük girişimleri de kapsayacak genel teşvikler tablosunun temelini oluşturmuştur.²⁰⁵

Türkiye'de küçük sanayi teşvik sistemi, Devlet Plânlama Teşkilatı (DPT) ile Sanayi ve Ticaret Bakanlığı arasında kurulu olup, genel teşvik mekanizması küçük girişimciyi kapsayacak şekilde DPT tarafından çalıştırılmaktadır. Ayrıca KOBİ'lere teknik danışmanlık, laboratuvar hizmetleri ve pazarlama faaliyetlerine katkıda bulunmaya yönelik çalışan Küçük Sanayi Geliştirme Teşkilatı (KÜSGET), Sanayi Bakanlığı ve Birleşmiş Milletler Kalkınma Teşkilatı tarafından 1970 yılında pilot bölge olarak seçilen G.Antep'te kurulmuştur. Bunu yanısıra, Halk Bankası ve DESİYAB tarafından küçük girişimciye mâli yardımlar sağlanmaktadır. Halk Bankası günümüzde esnaf ve küçük girişimci finansörü olarak tanımlanırken, Ziraat Bankası'da bazı fonlarıyla küçük tarım kesimini desteklemektedir. DESİYAB ise, kuruluş amacı olarak, işçi ve özellikle dışarıdan sermaye getirmiş işçi şirketlerini desteklemenin yanısıra, proje değerlendirme faaliyetleri ve rehabilitasyon programlarıyla şirketlere finansman, teknik ve pazarlama gibi konularda hizmetler vermektedir.

Tüm bunlara rağmen, risk sermayesi kavramı finansal bir çözüm olarak resmi literatüre 1986 yılında girebilmiştir. Bu dönemde, küçük teşebbüse destek vermek üzere bir ticari şirket olarak Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA)

²⁰⁵TÜRKCAN, a. g. m., s. 12.

kurulmuş, finansal destek konusu ise ayrıca ele alınarak risk sermayesi sistemine yer verilmiştir.

4.1.1. Teşebbüs Destekleme Ajansı

5.1.1986 tarihli genelgeyle kurulan İşsizlikle Mücadele ve İstihdamı Geliştirme Yüksek Kordinasyonu Kurulunun faaliyetleri arasında yer alan Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA), küçük girişimciye teknik, idari, v.b. konularda destek vermek amacıyla %100 hissesi İş Vakfı'na ait bir ticari şirket olarak kurulmuştur.²⁰⁶

Kamu ve özel sektöre ait kuruluşlar ve şahıslar tarafından 1986 yılında kurulan İş Vakfı'nın amacıysa, istihdamı geliştirmeye yönelik araçları araştırıp, pilot uygulamalarını yaparak benimsenmesini sağlamaktır.

TDA'nın sağlamayı plânladığı destekler; mali destek, eğitim desteği, teknik destek, pazar araştırması ve pazar güvencesi desteği, uzman personel desteği ile işyeri temini destekleri olmakta, anlaşmalı ve doğrudan destekler yanında tavsiye yolu ile desteklerde de bulunmaktadır.²⁰⁷

Aynı dönemde Devlet Bakanlığı'nın bu konudaki politikası, özellikle, yeni teknolojiler alanında ar-ge ve üretim yapmak isteyen küçük girişimcilere, kurulacak bir risk sermayesi şirketi aracılığı ile veya doğrudan risk sermayesi verilmesi şeklindeydi. Bu çerçevede holding biçiminde kurulacak risk sermayesi şirketinin, daha küçük risk sermayesi şirketlerine sermaye vermesi, bu manada devletin risk sermayesi kuruluşunu oluşturması öngörülmüştür. Ancak daha sonra yaşanan siyasi gelişmelerin, tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de ekonomik kararlara yansması sonucu 1988-1989 döneminde TDA'nın faaliyetleri durmuş ve risk sermayesi şirketi kurma çalışmalarına ara verilmiştir.²⁰⁸

Böylece Türkiye'de risk sermayesi sektörünün oluşumunda bir süre duraklama yaşanmıştır. 1991 yılında kurulan hükümet, risk sermayesi konusuna sıcak bakmış ve 1992 yılında açıkladıkları "Ekonomi Paketi"nde risk sermayesine özel bir yer vererek bu sektörün kurulmasını ve geliştirilmesini hükümet programına almıştır.²⁰⁹ Söz konusu pakette özellikle KOBİ'ler için özkaynak finansmanı şeklindeki risk sermayesi, bir alternatif olarak yer almakta, KOBİ'lerin geliştirilmesi ve yeni teknolojilerin uygulanması amacıyla, ortaklık bazında ve

²⁰⁶ İŞERİ, a. g. e., s. 108.

²⁰⁷ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 191.

²⁰⁸ TUNCEL, a. g. e., s. 120.

²⁰⁹ İŞERİ, a. g. e., s. 108.

faizsiz kaynak teminine yönelik, risk sermayesi kurumunun oluşturulması öngörülmüştür.²¹⁰

TDA'nın bir vakıf şirketi olarak çeşitli kuruluşlardan ücretsiz destek alabileceği ve doğrudan kredi verebileceği belirtilmektedir. Ancak bu araç ve yöntemler bir risk sermayesi şirketinin amaç ve yöntemlerinden farklı olup, TDA'nın mevcut yapısıyla risk sermayesinin işlevlerini yerine getirmesi imkan dışı görülmekteydi. TDA'nın fikir bazında, istihdam sorununun çözümlenmesi ve özel girişimcilik düşüncesinin topluma benimsetilmesi açısından önemli bir adım olduğu söylenebilir.

4.1.2. Teknoloji Geliştirme Projesi

1990 yılında Dünya Bankası ile birlikte hazırlanan Teknoloji Geliştirme Projesi çerçevesinde, ileri teknoloji yatırımlarının finansmanı amacıyla bir risk sermayesi şirketinin kurulması gündeme gelmiştir.

Plânlanan risk sermayesi şirketinin temel amaçları olarak, fona sermaye sağlayacak sermayedarlara yüksek bir getiri sağlamak, yüksek teknoloji kullanan ve yüksek gelişme potansiyeline sahip mevcut veya yeni kurulacak firmalara sermaye ve benzeri yatırımlarda bulunmak, mevcut firmaların teknoloji yoğun projelerine uzun vadeli (5-7 yıl) krediler vermek sayılabilir. Ayrıca, Türkiye'nin teknoloji ve ihracat alanındaki rekabet gücünü artırmak, Türk mühendis ve bilim adamları için yeni imkânlar oluşturarak bu sayede yurt dışına olan beyin göçünü önlemek ve yabancı sermaye girişini ve teknoloji transferini teşvik etmek, amaçları arasında yer almıştır.²¹¹

1991'de bu projenin bir parçası olarak Teknoloji Geliştirme Vakfı kurulmuş, TSE için 100 Milyon Dolar kredi sağlanmıştır.

4.1.3. Risk Yönetim Yatırım Danışmanlık A.Ş.

Risk sermayesinin geliştirilmesi hususu programlara alınmış ancak uygulamaya geçirilememiş ve 1987 yılından bu yana fazla bir yol katedilememiştir. Aslında özel sektör konuya ilgi göstermiştir. TÜGİAD'ın risk sermayesi önerisine o dönemlerde Citibank ve Global Menkul Değerler A.Ş. ile

²¹⁰ TUNCEL, a. g. e., s. 120.

²¹¹ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 191-192.

birkaç Fransız bankası ilgi göstermiş ancak asıl meselenin sermaye kıtlığı olması sebebiyle risk sermayesi projesi ölü doğmuştur. Her ne kadar bazı şirketler ferdi olarak müteşebbislere finans sağlamışlarsa da bu finansman, risk sermayesinin ruhundan uzak kalmıştır. Devletin 1987'deki politikası gereği bu sektörde rehberliği kendisinin yapması öngörülmüştü ancak ilk hareket özel sektörden gelmiş ve Ağustos 1990'da Türk Petrol ve Banker Trust'ın ortaklığı ile "Türk Trust Yatırım Danışmanlık A.Ş." ilk risk sermayesi örneği olmuştur.²¹²

Ancak, kuruluşun Ortadoğu'da cereyan eden Körfez Krizi'yle aynı döneme rastlaması, şirketin tam manasıyla faaliyete geçmesini menfi yönde etkilemiş; yapılacak yatırımlara daha çok yabancı sermaye şeklinde Türkiye'ye gelecek fonları aktarmayı plânlayan şirket, bu dönemde siyasi belirsizlik sebebiyle dış ülkelerden gerekli fonları transfer edememiştir. Bu menfi gelişme Körfez Savaşı'nın sona ermesiyle ortadan kalkmış, 1992 yılında dünya tarihinde bankacılık dışındaki tüm faaliyetlerinden çekilme kararı alan Banker Trust şirketinin ortaklıktan ayrılmasıyla şirket kimlik değiştirerek "Risk Yönetim Yatırım Danışmanlık A.Ş." adı altında faaliyetini sürdürmeye başlamıştır.

"Risk Yönetim Yatırım Danışmanlık A.Ş.", rekabetin az olduğu yeni gelişen sektörlerde, başlangıç aşamasındaki projeleri desteklemeyi hedeflemiş, yatırım süresini ortalama 5-7 yıl kabul ederek, finansmanını, girişimci şirketin hisse senetlerine sahip olarak sağlamıştır. Ancak o günkü ortamda Türk Sermaye Piyasası'nın yeni gelişen girişimci şirketlerin halka açılmasına imkân veren bir yapıda olmadığı ve şirket birleşme ya da büyük holdingler tarafından satın alınma işlemlerinin de kâr hadlerini sınırladığı ileri sürülerek, şirket yöneticileri ellerindeki payları devrederek girişimci şirketin yönetimine satılması tercih edilmiş-tir.²¹³

Risk Yönetim Yatırım Danışmanlık A.Ş., bugüne kadar yukarıda belirtilen hedef ve stratejiler doğrultusunda gıda, tekstil, turizm, taşımacılık ve tüketim malı gibi çeşitli sektörlerden gelen çok sayıda projeyi ön elemeyen geçirmiş ve bir kısmı için yatırım kararı almıştır. Bunlardan faaliyete geçen projelerin en önemlisini büro donanım konusunda ihtisaslaşan "Spectrum" adlı şirket oluşturmuştur. Faaliyete geçmek üzere olan bir diğer proje de plastik atık geri dönüşüm sistemi ile ilgili olup, şirket bu projeyi kısmen yabancı fonlarla kısmen de borçlanmak suretiyle desteklemiştir. Ancak, ülkemizdeki yüksek oranlı

²¹² TUNCEL, a. g. e., s. 120.

²¹³ İzlem SEZGİN, *Risk Sermayesi*, Türkiye İş Bankası Yayınları, Kasım, 1993, s. 29.

enflasyon yabancı sermayenin transferine engel teşkil ettiği için şirket yabancı fonları toplamada zorluklarla karşılaşmıştır.²¹⁴

Risk sermayesi'nin çalışmasına bir örnek de, Türk Trust ve Turkuaz Holding çalışmaları olmuştur. Türk Trust çalışma yöntemi olarak finansal yapıları zayıflamış, ancak sabit kıymetleri güçlü, yalnız para enjeksiyonu ile kârlı hale gelecek kuruluşları finanse etmiştir. Turkuaz Holding ise, bir çeşit risk sermayesi fonu oluşturularak hayata geçirilmiştir. Ortaklarının bir kısmı yönetici, bir kısmı fonlayıcı diğer bir kısmı da proje sahibi olarak biraraya gelip, yatırım holdingi uygulamasına bir örnek teşkil etmişlerdir.

Risk sermayesi'nin Türkiye'de oluşturulmasına Dünya Bankası ve IFC destek vermiş, hatta SPK'nın, Risk Sermayesi Tebliği'ni hazırlama aşamasında IFC ile yoğun temaslar yaşanmış ancak devlet kaynaklı risk sermayesi uygulaması ekonominin malum sorunlarının önceliği sebebiyle bir türlü uygulanamamıştır.²¹⁵

4.2. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansmanında Risk Sermayesi

4.2.1. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansal Yapısı ve Finansal Sorunları

Ülkemizdeki Küçük ve orta Ölçekli İşletmelerin tanımlanmasında standart bir ölçü bulunmadığından, çeşitli kurum ve kuruluşlar kendi amaçları doğrultusunda değişik tanımlamalar getirmişlerdir. Devlet İstatistik Enstitüsü'nün yapmış olduğu tanımlamaya göre, 1-49 arası işçi çalıştıran işyerleri küçük, 50-199 arası işçi çalıştıran işyerleri orta, 200'den fazla işçi çalıştıran işyerleri ise büyük işletmeler olarak sınıflandırılmaktadır.

Ekonomik faaliyetlerin sürdürülmesinde hiç şüphesiz büyük ölçekli sanayi işletmelerinin yanında küçük ve orta ölçekli sanayi işletmeleri önemli bir rol üstlenmektedir. Türkiye'deki toplam işyeri sayısının %90'ından fazlasının KOBİ görünümünde olması ve ülkemizde yaşanmakta olan serbest piyasa ekonomisi deneyimlerinin başarılı sonuç vermesi büyük ölçüde KOBİ'lerin gelişimine bağlı olması, ülkemizin bu konu üzerinde yeterince önem vermesini gerektirmiştir.

²¹⁴ SEZGİN, a. g. e., s. 30.

²¹⁵ Nur ÖZTÜRK, "Risk Sermayesi Yolda", *Trend Dergisi*, Mart, 1994, s. 52.

KOB'ler, ekonomideki tekelleri önlemek, büyük ölçekli işletmelerin faaliyet göstermediği bölgelerde ekonomik faaliyetlere canlılık kazandırmak, konjonktürel dalgalanmalardan daha az etkilenmek, girişimcilik ruhunu teşvik etmek, işgücünü kalifiye hale getirmek, teknolojiye ve sistemde oluşan değişimlere daha kolay uyum sağlayabilme gibi ekonomik ve sosyal fonksiyonlara sahiptir.²¹⁶

Geniş iş gücü imkânları sağlayabilmeleri yanında, küçük birikimlerin yatırıma yönlendirilmesine önemli katkıda bulunan KOB'ler, istihdamın %45'ini karşılamakta ve ülke genelinde katma değerinin %16'sına sahip iken, gerçekleştirilen yatırımlar içerisinde de %26'lık bir paya sahiptir. Fakat tüm bunlara karşın ekonomi için önemli kilometre taşlarından birini oluşturan KOB'ler, ne yazık ki toplam kredilerden aldığı pay sadece %4 civarındadır.²¹⁷

24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Tedbirleri çerçevesinde uygulanan politikalar neticesinde, kredi faiz oranlarının yükseltilmesi ve ekonomideki finansal fonların çeşitli iç borçlanma araçlarıyla kamu kesimine yönlendirilmesi, KOB'leri belirgin bir nakit ve finansman darboğazı ile karşı karşıya bırakarak, yüksek maliyetli kredi almak durumunda bırakmışlardır. Özellikle 4 Şubat Kararları, kredi faiz oranlarını %100'lere artırmış, KOB'leri çok güç koşullarda hayat mücadelesi verdirerek işleri tasfiyeye kadar götürmüştür.²¹⁸

Ülkemizde bulunan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin finansman sorunlarından bazılarını aşağıdaki gibi açıklayabiliriz.

Özkaynak yetersizliği, bankalar ile örgütlenememe, kredi maliyetlerinin yüksek oluşu, Türk mali piyasaların gelişmemişliğinden kaynaklanan sorunlar, kredi teminat sorunu ve finansman yönetiminden kaynaklanan sorunlar bulunmaktadır.²¹⁹

Bununla birlikte, uzun vadeli yatırım sermayesi sağlamada karşılaşılan güçlükler, küçük miktarlarda krediyi düşük faizle sağlamada karşılaşılan güçlükler ve krediye en fazla ihtiyaç duyulduğu zamanda kredilerin iptal edilmesi veya ertelenmesi gibi sorunlar sayılabilir.²²⁰

Ayrıca KOB'lerin değişen pazar talepleriyle birlikte, yeni üretim dönemleri için daha çok işletme sermayesi ihtiyacı duymaları, iç pazardaki talep daralmasına

²¹⁶ Halit ŞARLAK, "Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansal Sorunları", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Sayı: 113, Temmuz, 1988, s. 7.

²¹⁷ Ankara Sanayi Odası Dergisi, ASOMEDYA, "KOB'lere Yurtdışından Kaynak", Nisan, 1995, s. 12.

²¹⁸ ŞARLAK, a. g. m., s. 7.

²¹⁹ Özer ERTUNA, "Küçük ve Orta Boy İşletmeler Kredi Bulmada Zorlanıyor", İSO Dergisi, Mart, 1987, s. 8-9.

²²⁰ Oktay ALPUGAN, Küçük İşletmeler, Kavramı, Kuruluşu ve Yönetimi, Karadeniz Teknik. Üniv. Basımevi, Trabzon, 1988, s. 33.

bağlı olarak tahsilatta güçlükler, ihracat imkânlarının sınırlı olmasından dolayı dış talebi iç taleple ikâme edememe, işveren tarafından işçi adına ödenen fonların işletme bünyesinde kullanılabilen kaynak miktarını sınırlaması, yetersiz işletme sermayesinin özsermayeyi eritmesi, yüksek kredi faizleri yanında bankaların KOBİ'lere kredi vermede isteksiz davranmaları gibi problemler, finansman ihtiyacının boyutlarını daha da artırmaktadır.

KOBİ'lerin, hammadde temini, personel ve eğitimi, işyeri temini, dış ticaret ve pazarlama, yatırım ve kalite ile ilgili sorunları ile beraber, ekonomik, siyasal, yasal koşullar, rekabet unsuru, teknolojik gelişim, bölgesel dengesizlikler ve altyapı yetersizliği gibi işletme dışından kaynaklanan genel problemleri mevcuttur.²²¹

Günümüzde KOBİ'lerin kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan sorunlarının başında genelde kendi özkaynakları ile çalışmaları gelmektedir. Teknolojik gelişmeleri takip edemeyen, ar-ge çalışmaları olmayan, işyeri çalışma koşulları elverişsiz olan, daha kuruluş aşamasında vergi yükleri ve bürokratik prosedürler gibi birçok sorunlarla içiçe yaşayan KOBİ'lerden, gümrük birliği sonrası ayakta kalmaları, rekabet etmeleri, kaliteli ve standartlara uygun üretim yapmaları, kısaca ulusal ve uluslararası pazarlarda kendilerini ispat etmeleri istenmektedir.²²²

Türkiye'de KOBİ'lere yönelik destek ve teşviklerin neler olduğunu gözden geçirirsek, KOBİ'lerin durumu daha iyi anlaşılabilir.

KOBİ'lerin yetersiz sermaye ile kurulmaları, bu işletmelerin büyük bir kısmının aileden kalan değerlerle ya da şahsi çaba ve tasarruflarla kurulmasından kaynaklanmaktadır.

Hisse senedi ve tahvil ihraç yoluyla gerekli fonun sağlanmasında, büyük işletmeler sermaye piyasasında daha fazla rağbet görmektedir. Aynı şekilde banka kredilerinin temininde, kredi hacmi ve kredi şartları açısından büyük işletmeler daha avantajlı konumdadırlar.²²³ Bu amaçla uygun koşullarda uygun vadeli finansman sağlamada güçlük çeken KOBİ'lere yönelik olarak Halk Bankası, Küçük Sanayici Kredileri, KOBİ ihracat Kredileri, Kredi Garanti Fonu ve Fon Kredileri gibi ihtisas kredileri vermektedir.

²²¹ Ankara Sanayi Odası Dergisi, "Küçük ve Orta Boy Sanayi İşletmelerinin Sorunları", Sayı:95, Kasım-Aralık, 1989, s. 26.

²²² Ankara Sanayi Odası Dergisi, ASOMEDYA, "KOBİ'ler Kaderine Terkedildi", Ocak, 1996, s. 34.

²²³ Mehmet ERKAN, "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansman Sorunları ve Dış Kaynaklı Krediler", A.Ü. Afyon İ.L.B.F. Yılığ, Anadolu Üniv. Yayınları, Yayın No: 450, Eskişehir, 1990, s. 30.

Küçük Sanayici Kredileri, küçük sanayicilere banka kaynaklarından sağlanan ve cari faizlerden %29 daha ucuz verilen, karşılığında da %100'ün üzerinde teminat istenen kredilerdir. Bazen istenen teminat alınacak kredinin 5 katına kadar çıkarılarak talep edilmektedir. KOBİ İhracat Kredileri ise Eximbank tarafından finanse edilerek, ihracat yapan KOBİ'lere düşük faizli olarak kullandırılan ancak bunun karşılığında da %200 teminat istenen kredilerdir.

Genel teşvikler içinde yeralan KOBİ'ler 1993 yılı itibarıyla, minimum 5 Milyar TL'lik bir proje ile teşvik kapsamına girebilmek için başvurabilmektedirler. Ancak daha şirket dahi olamamış küçük ölçekteki bir işletmenin bu miktardaki projeyi sunması oldukça güçtür. Böyle bir projenin olabileceğini kabul etsek dahi, KOBİ'lerin bu projeyi fizibilite haline getirmesi ve çok engelli bürokrasiyi aşır, bu teşvik belgesini temin etmesi hayli zor olacaktır. Ayrıca özkaynaklarıyla çalışan işletmelerin projeyi gerçekleştirme aşamasında, enflasyon riski dahil birçok sorunlarla karşılaşabilmektedirler.

Kredi Garanti Fonu (KGF), KOBİ'lerin teminat yetersizliğini ortadan kaldırmak için kullanılan Alman kaynaklı bir kredidir. Fon kredileri ise, iç ve dış kaynaklardan sağlanan fonlar olup, % 10-15 faizle kullandırılmaktadır.

Halkbank kredi ile desteklemelerde en etkin kurum olmasına rağmen, KOBİ'lere yönelik kullandığı ihtisas kredileri, vermekte olduğu toplam krediler içerisindeki payı sürekli olarak gerilemektedir. 1988 yılında ihtisas kredileri kredilerinin toplam krediler içerisindeki payı yaklaşık % 78 iken, 1993 yılında bu oran % 53'e kadar düşmüştür.²²⁴

1995 yılında yürürlüğe giren "Yatırımlarda Devlet Yardımları" kararları, Avrupa Birliği normlarına uygun ilk karar olması açısından önem taşımaktadır. Bu karar ile KOBİ'lere yönelik hizmet yatırımlarının ve makine teçhizat alımlarının kredi mekanizması ile desteklenmesi hedeflenmektedir. Makine ve teçhizat alımlarına yönelik desteklerin verilebilmesi için, yatırımlarda toplam sabit yatırım tutarının azami 10 Milyar TL., kalkınmada öncelikli yörelerde ise 6 Milyar TL. olması istenmektedir. Asgari özkaynak oranı ise, % 50 olarak kabul edilmektedir.

1995 yılında yayınlanan bir karar da, "İhracata Yönelik Devlet Yardımları" kararıdır. Bu yardım, ar-ge, çevre koruma, yurtiçi ve yurtdışı fuarlara katılımı destekleme, pazar araştırması, eğitim, yurtdışında mağaza, ofis

²²⁴ ASOMEDYA, "KOBİ'ler Kaderine Terkedildi"..., s. 35.

açma ve tanıtım, tarım ürünleri ihracatında vergi iadesi gibi destekler olup, bu sahalarda verilmektedir.

KOSGEB, danışmanlık, teknik yardım, eğitim, belirli projelere finans temini gibi destekler veren KOBİ'lere yönelik bir kuruluş olmaktadır. Ancak, bu kurumun kaynak ihtiyaçlarının karşılanamaması sebebiyle çalışmaları etkisiz kalmıştır. Bir kısım firmalar proje finansmanı için KOSGEB'e başvurmuş, fakat bu projelere destek, 1995 yılı içerisinde sağlanamamıştır. 1996 yılında ise büyük çoğunluğu KOSGEB'e verilmiş bu projeler için Sanayi Bakanlığı tarafından A.T. Konseyi'ne başvurulmuştur ve halen 24 proje için 22 Milyon ECU tutarında bir fon desteği konusundaki çalışmalar devam etmektedir.

Devlet yardımları konusunda şunlar söylenebilir.

Avrupa Topluluğu'nun bölgesel teşvikler konusunda geri kalmış yörelere verdiği destekler bazı kriterlere bağlanmıştır. Meselâ, milli hasıla bakımından ortalama seviyenin % 75'inden düşük seviyede olan bölgeler bu teşvikten yararlanabilir. Ancak, Türkiye'nin tümü bu kriterler çerçevesinde bölgesel teşvik almaya uygun olup, bu kriterlere bağlı kalmamalıdır.²²⁵

Yukarıda bahsedilen, Avrupa Topluluğuyla yapılan mâli protokoller çerçevesinde, Avrupa bütçesinden proje başına hibe olarak 1996-2000 yılları arası için verilecek 375 Milyon ECU'nün 1996 yılına düşen 22 Milyon ECU'lük bölümün çoğunluğu, kamu sektörüyle ilgili 24 projeye tahsis edilmiş durumdadır. Ancak ne var ki, 1996 yılı için daha ziyade kamu ağırlıklı projelere tahsis edilmiş bu yardımların ileriki yıllarda proje bazında tamamının özel sektöre (özellikle KOBİ'lere) verilmesi yerinde olacaktır.

Akdeniz Fonu adı altında, KOBİ'lere önümüzdeki 5 yıllık süre için 400 Milyon ECU verilmesi öngörülmektedir. Bu tutarın 175 Milyon ECU'lük bölümü projeye bağlanmış durumdadır.

Avrupa Yatırım Bankası (AYB)'den, özel sektör yatırımlarına yönelik, modernizasyonu ve rekabet gücünü artırmayı amaçlayan projeler için 5 yılı ödemesiz olmak üzere 15-20 yıl vadeli düşük faizli 750 Milyon ECU'lük kredi imkânı tanınmaktadır. Maalesef KOBİ'ler bu yardımdan bilgilendirilmemiş ve henüz faydalandırılmamıştır.

Bunların dışında Türkiye'de makro iktisadi istikrarın sağlanabilmesine katkı için, IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşların tavsiyeleri doğrultusunda, 1 Milyar ECU civarında bir kaynak 1996-2000 yılları içerisinde peyder pey

²²⁵ ASOMEDYA, "KOBİ'ler Kaderine Terkedildi"..., s. 36.

verilebilecektir. Ancak bu kaynağın da tümüyle devlet tarafından kullanılacağı ve devlet projelerinde harcanılacağı beklenilmektedir.²²⁶

Sonuç olarak Türkiye'nin 1995 yılında aldığı kararlarla, güya KOBİ'lere yönelik desteklere yeni bir anlayış getirdi zannedilmektedir. Genelde Avrupa normlarına uygun bu kararların uygulanmasında başarı sağlanamamıştır. Özellikle bu, KOBİ'lere sağlanacak desteklerden KOBİ'lerin, bilgi akışındaki eksikliklerden dolayı haberdar olamamalarına ayrıca A.T'nin, gümrük birliği sürecinde, KOBİ'lerin desteklenmesine yönelik getirilecek projeleri destekleyeceği bilindiği halde, bu projelerin çalışmalarının teknik açıdan hazırlanamamasına bağlı olmuştur.

Sanayi Bakanlığı değiştirdiğimiz 24 proje ile 22 Milyon ECU için, A.B.'nin karşısına çıkabilmiştir. Oysa 375 Milyon ECU'lük bir proje desteğinin olduğu bilinmekteydi. Ayrıca gümrük birliğine uyum için daha farklı kredi kurumlarına başvurular yapılabilirdi.

4.2.2. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansman ve Yönetim Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi Modeli

Genel imalat sanayiinde yer alan KOBİ'lerin en önemli sorunlarının başında finansman yetersizliği gelmektedir. Özellikle kısa vadeli finansman sorunu, başlangıç sermayelerini kendi özkaynaklarından karşılayan küçük işletmeler için faaliyetlerini güçleştiren önemli bir etken olmaktadır. Dolayısıyla bu, yeni sahalarda yatırım yapmak isteyen girişimciler üzerinde de caydırıcı bir rol oynamaktadır. Önceki konuda değinilen, "yatırım kredilerinin pahallı olması" ve "yetersiz özsermaye" sorunları, tüm işletmelerin uzun vadeli finans temininde ortaya çıkan en önemli sorun olmakta, küçük işletmelerin uzun vadeli faaliyetlerini etkilemektedir.

Bu amaçla tez çalışmasının asıl gayesini oluşturan "Risk Sermayesi İle Finansman" modelini, klâsik finans sisteminden kaynak sağlamada büyük zorluklar çeken ve çoğu defa mali sıkıntılar içinde varolmaya çalışan KOBİ girişimcilerine bu alandaki ihtiyaçlarını karşılamada alternatif bir model olarak sunabiliriz.

Ülkemizdeki mevcut bankacılık sistemi bugünkü uygulamasıyla, KOBİ'lerin finansman ihtiyacını karşılamaya yetmemektedir. Nitekim, ülkemizdeki mevcut kredi sistemi içerisinde KOBİ'lerin aldığı payın % 3'ü -% 4'ü geçmemesi, sistemin tamamen büyük şirketler yararına olduğunu göstermektedir. Sorunun çözümü için, sermaye piyasasının küçük girişimcilere fon sağlayacak şekilde geliştirilmesi ve özellikle KOBİ'lerin sermaye piyasasına girmeleri sağlanmalıdır. Diğer taraftan leasing,

²²⁶ ASOMEDYA, "KOBİ'ler Kaderine Terkedildi"..., s. 38.

factoring, kredi garanti fonu gibi modern finansman araç ve kurumları yanı sıra, en önemlisi çağımızın gerektirdiği bir finansman modeli olan Risk Sermayesinin KOBİ'lere yönelik geliştirilmesi ve uygulamalarının artırılması, kendi özkaynakları ile ayakta durmaya çalışan KOBİ'lerimizi büyük ölçüde rahatlatacaktır.²²⁷

Kısa vadede KOBİ'lerimizi destekleyecek, finansman konusunda kâr amacı taşımayan bir ihtisas bankasının kurulmasının yanı sıra, Risk sermayesi şirketlerinin sayıları artırılarak devreye sokulması son derece faydalı olacaktır.

Uzun vadede ise, rekabet gücü, kalite, ve enformasyon sağlanarak, üniversite-sanayici işbirliği potansiyelinin incelenip değerlendirilmesi, gerçek girişimcinin bulunarak, eğitilip desteklenmesi ve verilecek eğitimin etkin olması gerekmektedir. Bu konularda, üniversitelere ve devlete büyük görevler düşmektedir.

21. yüzyılda alınacak tedbirlerle, salt istihdamı artırmaktan ziyade, ekonomiye canlılık kazandıracak KOBİ'lerin desteklenmesi, ayrıca Amerika örneğinde görüldüğü gibi (risk sermayesinin ruhuna uygun) Küçük İşletme Yatırım Şirketleri kurulmalıdır.²²⁸

Türkiye'de KOBİ'lerin yöneticileri, şirketi genellikle "babadan" devralmaları sebebiyle, işin içerisinde yetişmekte ve önemli bir ticari birikime sahip olmaktadır. Ancak, birtakım ilmi, teknik ve yöntemlerden faydalanabilecek eğitimden yoksundurlar. Bu sebeple, KOBİ'lere yapılacak risk sermayesi yatırımlarında, sadece finansal değil aynı zamanda idari ve teknik yardım da sağlanabilecektir.²²⁹

KOBİ'lerin çoğu kere ürün ve hizmetlerine ilişkin ulusal pazarlığın darlığına bağlı pazar problemleri, risk sermayesi girişimlerine yönelmekle çözülebilecektir. KOBİ'lerin ulusal pazarları arasında büyüklük itibarıyla sadece Avrupa pazarı, KOBİ'lere dışarıdan risk sermayesi enjekte edebilecek ve belli bir verimlilik düzeyine ulaşarak, gelişme perspektifi oluşturabilecek kapasitedir. Ancak, Avrupa pazarı henüz potansiyel aşamasındadır.²³⁰

KOBİ'ler hemen her ekonomide gelişme potansiyeline sahip ellerinde yeni buluşlar, ürünler, icatlar bulunduran işletmeler olarak, gelişmiş ülkelerde risk sermayedarlarının ilgisini çekmekte, sermayelerine yüksek kâr beklentisi içerisinde

²²⁷ Ahmet KURTCEBE ALPTEMOÇİN, "Modern Finansman Kurumları ve KOBİ'ler...", *Tosyöv Dergisi*, Sayı: 31, Mart, 1994, s. 2.

²²⁸ Tamer MÜFTÜOĞLU-Halil SARIASLAN, "2000'li Yıllara Girenken Türkiye'nin Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Politikası", KOSGEB Konferans Metni, a. g. d., s. 68.

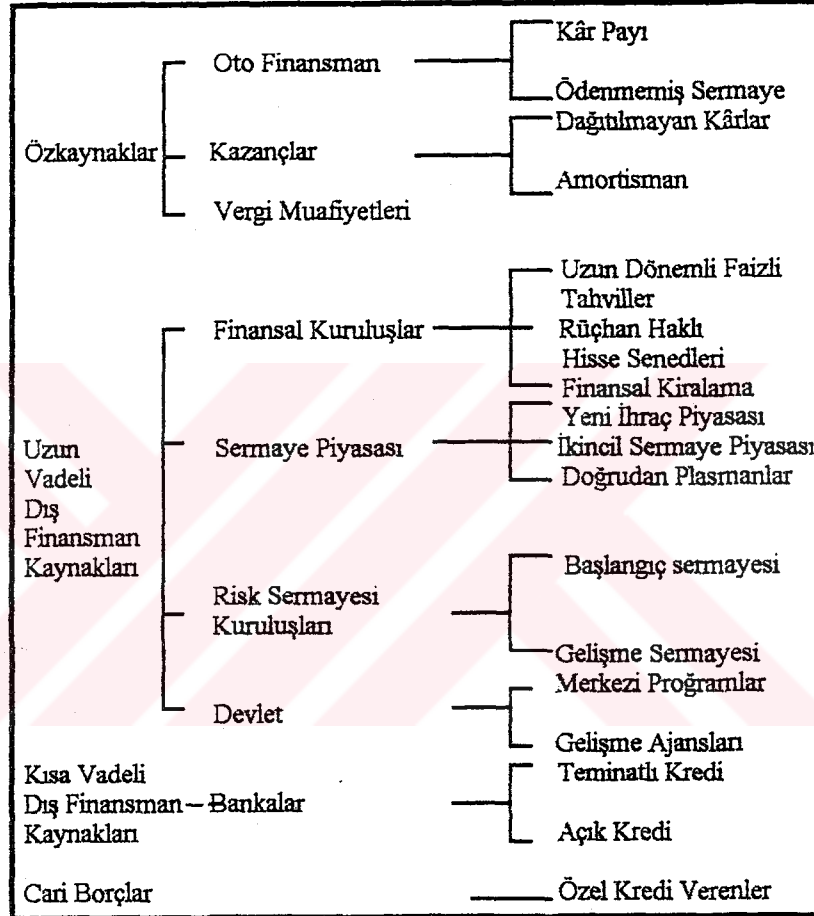
²²⁹ İŞERİ, a. g. e., s. 110-111.

²³⁰ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 174.

bulunan kişi ve kurumlar bu şletmelere yatırım yapmaktan çekinmemektedirler. Böylece Risk sermayedarları, KOBİlerin hisse senetlerini satın alarak, yönetim katkısı sağlamak yanında kredi sorunlarına da çözüm bulmaktadırlar.²³¹

Tablo 4.1.'de KOBİ girişimcilerinin genel olarak halihazırda faydalanabilecekleri fon kaynakları verilmektedir.

Tablo: 4.1. KOBİ Girişimcilerinin Fon Kaynakları



Kaynak : İŞERİ, a. g. e., s. 4.

Tabloda KOBİlerin finansman ihtiyaçlarının büyük çoğunluğu, klâsik finans piyasası araçlarıyla karşılanabilir olduğu görülmektedir. Vadesiz borçlar yükseltilerek, kısa dönemli borç finansmanı elverişli hale getirilerek, Leasing ve factoring işlemleri artırılarak girişimcilerin ihtiyaçları karşılanmak istenmektedir. Ancak, önerdiğimiz risk sermayesi modeli haricindeki mevcut finansman araçları, 5-10 yıl gibi uzun vadeli

²³¹ Özdemir AKMUT, "KOBİlerde Fonların Kullanımı", Ankara Ticaret Odası Dergisi, Sayı: 9, Şubat-Mart, 1991, s. 15-16.

olan başlangıç veya gelişme sermayesi arayan girişimcilere uygun olmadığı söylenebilir.

Bu özelliğiyle risk sermayesi, KOBİ'lerin varlıklarını sürdürmek ve bütümlerini sağlamak için kullanılacak ve uygulamalarının artırılmasında fayda görülebilecek bir finans tekniği olmaktadır.

4.3. Türk Risk Sermayesi Sektöründe Kullanılabilecek Fon Kaynakları

Türk Risk Sermayesi Sektöründe kullanılacak fon kaynaklarını şu başlıklar altında inceleyebiliriz.

- Ticari Banka İştirakleri,
- Sosyal Güvenlik Kuruluşları fonları,
- Sosyal Sigortalar Kurumu fonları,
- T.C. Emekli Sandığı ve Özel Emeklilik Fonları,
- Bağ-Kur fonları,
- Özel Sigorta Şirketleri fonları.

4.3.1. Ticari Banka İştirakleri

Ticari Bankaların kredilendirme dışında, ülke sanayileşmesine ve kalkınmasına katkıda bulunabilmelerinin bir yolu da, diğer kuruluşların sermayelerine katılmak veya imalat, turizm, bayındırlık gibi sektörlerde faaliyet gösterecek işletmeler kurmaktır.

Ticari Bankalar, kredilendirme dışında vasıtalı finansman kuruluşları olarak, iştirakler tesis etmeleri veya mevcut şirketlere katılmalarının yanı sıra, şirket hisse senetlerine ve tahvillerine ihraç anında aracılık/garantörlük yapmaları, genel olarak ülkemizin kalkınmasına müspet etki yapmaktadır.²³²

Ticari Bankalar, hisse senedi veya tahvil satın alarak, sermaye iştirakinde bulunmuş ya da uzun vadeli kredi vermiş olurlar. Bankalar, iktisadi faaliyetlerin ve yatırımların ihtiyaç duyduğu sermayenin tamamının, müteşebbisler tarafından karşılanamadığı zamanlarda ortaklık yoluyla işletmelerin sermayesine katılarak devreye girmektedirler.

²³² Fahrettin ERSOY, "Türk Banka Sistemi'nde İştirakler (1980-1987)", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Haziran, 1988, s. 28.

Ancak iştiraklere konulan sermaye bir kredi olmayıp, daha çok donuk bir plasman sayılmaktadır. Ayrıca kredi gibi belli bir süre sonunda veya vadesinde ödenmesi söz konusu olmadığından, sermaye yatırımlarında en az krediler kadar emniyet, yurt kalkınmasına hizmet, akıcılık ve kârlılık gibi genel politika ve ilkelere dikkat edilerek, en verimli yatırım öncelik ilkesi göz önünde bulundurulur.²³³

Türk banka sisteminde iştirakçilik uygulaması, bankalararası rekabet konuları dışında kalmıştır. Bununla birlikte iştirakçilik uygulamaları oldukça geniştir. Bankalar özkaynaklarının büyük bir kısmını sermaye olarak tutmakta, hatta bu amaçla mevduat ve kredi kaynaklarını kullanarak bu arada önemli ölçüde kredi dağıtmaktadırlar.

Sistem olarak bankaların iştirakçiliğe yönelmelerini etkileyen etkenler farklıdır. Türk özel bankacılığı açısından önde gelen kârlılık, kamu bankacılığı uygulamasında yerini sosyal fayda, hizmet kolaylığı ve özel sektörün katılmadığı konulara girmeye bırakmaktadır. Hatta kamu bankalarının iştirak uygulaması, özel kanunlarındaki hükümler gereği olmakta, bu bakımdan kamu bankalarının iştirakçiliğe verdiği önem ve önceliğin zorunlu olduğu söylenebilir.²³⁴

Tablo 4.2.'de Türk Bankacılık Sisteminde yer alan iştiraklerin durumu görülmektedir.

²³³ Tezer ÖCAL, Para ve Banka, 2. Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 74, Meteksan Baskı, Ankara, 1985, s. 99.

²³⁴ Tezer ÖCAL-Ö.Faruk ÇOLAK, a. g. e., s. 55-56.

Tablo: 4.2. Türkiye'de Faaliyette Bulunan Bankaların Topulaştırılmış
Bilançosu (Aktif) (Milyar T.L.)

YILLAR	KAMU			ÖZEL			YABANCI			TOPLAM		
	1994	1995	1996/1	1994	1995	1996/1	1994	1995	1996/1	1994	1995	1996/1
AKTİF KALEM												
I-Nakit Değerler	18,754	33,548	34,548	52,402	136,586	113,407	1,393	2,881	3,040	72,549	173,213	450,995
II-Mali Kurumlar	133,963	229,166	265,839	197,720	373,245	368,588	26,573	58,981	46,534	358,256	661,392	680,961
III-M. Değerler Çiledanı	105,348	160,374	157,819	101,805	219,093	277,124	10,076	31,183	39,142	217,229	410,650	474,085
IV- Krediler	384,410	851,403	923,575	340,515	750,587	937,832	16,134	39,992	39,053	741,059	1,641,982	1,900,460
V- Men. Mün. Kar ve Kan. Yed. Akçe - Karş. Dev. Tah.	54,291	110,942	126,200	69,582	142,045	166,139	2,919	10,110	11,181	126,792	263,097	303,520
VI- İştirakler	7,089	13,206	15,335	27,744	46,727	56,709	214	481	900	35,047	60,414	72,944
VII- Diğer Aktifler	128,071	218,952	344,671	133,295	278,550	332,524	4,443	17,324	14,011	265,809	514,826	691,206
TOPLAM AKTİF	903,808	1,757,829	2,017,282	959,512	2,028,840	2,344,732	64,832	216,813	161,209	1,928,152	3,954,802	4,523,802

Kaynak: Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri, Hazine Müsteşarlığı,
Aralık, 1995, s. 19.

Türk Banka Sistemi'nce toplanan fonların, bankalarca kullanım alanlarını gösteren ve 1994-1996 dönemi itibariyle her bir kaynak kullanım yerinin payını içeren bilgiler Tablo 4.2.'de yer almaktadır.

Tablo'da görüldüğü gibi iştiraklerin, Türk Banka Sistemi'nin kaynak kullanım yapısı içerisinde yıllar itibariyle önemli sayılabilecek bir oranda artış söz konusudur. Kamu Bankalarının iştirakleri 1994 yılında 7,089 Milyar TL.'den 1995 yılında 13,206 Milyar TL.'ye ve bir önceki yıla göre %86 artış göstererek son yıl itibariyle 15,335 Milyar TL. olmuştur. Özel Bankaların iştirakleri 1995 yılında bir önceki yıla göre %68 artış göstererek 46,727 Milyar TL.'ye, Yabancı Bankaların iştirakleri ise, 1995 yılında % 124 oranında artış göstererek son yıl itibariyle 900 Milyar TL.'ye ulaşmıştır.

Ancak, Kamu Bankaları iştiraklerinin 1994 yılı sonunda %1 olan "iştirakler/aktifler toplamı oranı", 1996 yılında da %1 olarak aynı oranda yer almıştır.

Ele alınan dönemde, menkul değerler cüzdanı hesabında da oran olarak önemli artışlar mevcuttur. Fakat bunun aktifler içerisindeki payı, 1994 yılında %11 iken 1996 yılında %10 olarak gerçekleşmiştir.

Kaynak kullanım yapısının gösterdiği gelişme incelendiğinde, Türk Banka Sistemi'nde kredilerin payı 1994-1996 döneminde kısmi bir artış göstermiştir (%38'den %42'ye artış).

Sözkonusu gelişmeleri topluca değerlendirirsek, Türk Banka Sistemi'nin kaynak kullanım yapısı 1994-1996 döneminde, iştirakler/aktifler oranı ile menkul değerler cüzdanı toplam hesapları/aktifler oranı düşüş göstermiş, ancak her iki kalemde yıllar itibarıyla lehde artış olmuştur. Krediler de ise, hem iştiraklere hem de menkul değerlere göre daha az artış olduğu gözlenmiştir.

Bankalarımızın 1996 yılında iştiraklere tahsis ettiği sermaye 72,944 Milyar TL'dir. Bu tutarın; %21'ini oluşturan 15,335 Milyar TL. Kamu sermayeli ticaret bankalarına, %77'sini oluşturan 56,709 Milyar TL. özel sermayeli ticaret bankalarına, %1'ini oluşturan 900 Milyar TL.'de yabancı bankalara aittir.

İştirak politikalarının birinci ilkesi, iştirak konularının seçimi diğer ilkesi ise sermayenin güvenliğidir. İştirak sahası seçilirken, herşeyden önce yurt ekonomisine hizmet amacı güdülür. Ayrıca teşviki gerektiren iş kolları tercih edilmektedir. Bankalar Kanunu iştiraklere, sermaye yatırımlarını düzenleyen 48. maddesiyle yol göstermektedir. Buna göre,

-Kalkınma plânında ve yıllık programlarda yer alan iş kollarında faaliyet gösteren veya bu iş kollarında faaliyet gösterecek olan ortaklık ve kuruluşlar, iştirak konuları seçiminde birinci sırayı alır.

-Devlet tarafından teşvik edilen bu iş kolları her yıl genel teşvik tabloları ile ilân edilir. Bu iş kollarına örnek olarak, tarım, imalat sanayi, enerji, ulaşım, madencilik, turizm ve dış ticaret verilebilir.

Birinci sırada belirtilen iş kollarında, yatırım malları imâl eden veya bunları üreten; araçları, ara malları, hammaddeleri üreten temel ağır sanayi kuruluşlar öncelik taşımakta, bunlardan da ihracata yönelik olanlar ve yeni teknolojiye dayananlar ayrı bir öneme sahip olmaktadır.

Sermayenin güvenliği ilkesi ise, ortak olunan veya kurulan şirket yatırımlarının zamanında bitirilmesi, üretime zamanında girilmesi, üretilen malların kolaylıkla pazarlanıp şirketin verimli hale getirilmesi, sermayenin güvenliğini sağlar.²³⁵

Bankalarımızın iştiraklerine sermaye olarak yatırdığı kaynaklar, son yıllarda önemli artışlar göstermektedir. İştiraklerin gayeleri ne olursa olsun, bankaların, mevcut şirketlere ve risk sermayesi şirketlerinin ihraç edeceği girişim şirketlerine ait hisse senetlerini alarak girişim şirketlerine ortak sıfatıyla katılmaları veya yeni şirketler kurmaları, öncülük fonksiyonunu ifa ederek ülkemizin ekonomik kalkınmasına olumlu etkilerde bulunacaktır.

İştirak konularının seçimi ilkesinde görüldüğü üzere banka iştirakleri, yeni teknolojiye dayanan sektörlerde revaç bulmaktadır. Ayrıca bankalar, iştirakinde bulunan şirketlerin genişleme, yenileme ve darboğaz giderme gibi durumlarda ihtiyaç duyduğu yatırım proje ve programları ile sermaye finansmanı ve kredi imkânlarını incelenmekte ve değerlendirmektedir. Banka iştirakleri bir bakıma farklı da olsa bu haliyle, tipik bir risk sermayesi şirketinin girişimci şirkete yaptığı yatırımın ve vermiş olduğu hizmetin niteliğine benzer bir özellik taşımaktadır.

4.3.2. Sosyal Güvenlik Kuruluşları Fon Arz ve Yatırım İşlevi

Finansal piyasaların geliştiği ülkelerde, sermaye piyasasının başlıca kaynağı sosyal güvenlik fonlarıdır. Bu fonlar içerisinde gönüllü birikimler yanında, zorunlu birikimler niteliğindeki bu fonlar önemli bir yere sahiptir.

Sosyal güvenlik kurumları topladıkları fonları, öncelikle üyelerinin sosyal amaçlarını gerçekleştirmede kullanmakta, bu kullanımdan sonra yatırımlara ayrılacak bir fonun oluşabilmesi için prim ve benzeri girişlerden giderlerin tümü düşülerek belirli bir tutarı zorunlu olarak artırmaktadırlar. Kural olarak (sigortanın kapsamı, günlük kazanç ve yasal dayanakların değişmediği varsayımı ile) kapitalizasyon ilkelerine dayandırılmış bir sigorta kolunda fon gelirleri tutarının, 30 yıl sonra sigortanın yıllık girişlerinin 10 katını bulacağı kabul edilir.²³⁶

Bu bakımdan gerek özel, gerek resmi emeklilik sandıklarında, kuruluştan sonraki 25-30 yıllık sürede, ilk yıllarda hızlı, sonraki yıllarda yavaşlayan bir fon

²³⁵ ÖCAL, Para ve Banka..., s. 100.

²³⁶ RODOPLU, a. g. e., s. 126.

birikimi olmaktadır. Sigorta yönetimi açısından sorun, fonların eksiltilmeden gerçek değerlerini koruyabilecek yatırımlarda kullanılabilmesidir. Ancak ülkemizde sosyal güvenlik fonlarının özellikle de SSK ve Bağ-Kur kaynaklarının kullanımı yasalarla sınırlandırılmış olduğundan, bunların sermaye piyasasına katkıları aslında dolaylı ve sınırlı olmaktadır.²³⁷

Türk Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının gelir ve giderleri tablo 4.3.'de gösterilmiştir.

Tablo : 4.3. Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının Gelir ve Giderleri

(Milyar TL.)

Yıllar	Gelir	Gider	Fark
1990	18.171	13.350	4.821
1991	34.690	26.209	8.481
1992	57.153	49.936	7.127
1993	95.154	90.152	5.000
1994	188.924	163.417	25.497

Kaynak: 1995 yılı SSK, Bağ-Kur, Faaliyet Raporları ve Emekli Sandığı Aylık İstatistik Bülteni.

Türk Sosyal Güvenlik sistemini oluşturan SSK, Emekli Sandığı ve Bağ-Kur'un 1994 yılındaki toplam gelirleri, bir önceki yıla göre %98,6 oranında artarak 188,924 milyar TL.'ye ulaşmıştır. Toplam giderler ise, %81,3 oranında artarak 163,477 milyar TL. olmuştur.

Ancak bu görüntüye rağmen sosyal güvenlik kurumlarının plasmanları verimli değerlendirilememekte, özellikle SSK ve Bağ-Kur önemli mali sıkıntılar içerisinde bulunmaktadır. Fonlardan elde edilen gelirler, enflasyon karşısında çok düşük kalmakta, enflasyonun etkisi dikkate alındığında gerçek bir gelirden söz edilememektedir. Kurumlar, zorunlu olarak aldıkları tahvillerden ve banka mevduatı olarak tuttıkları fonlardan reel olarak da bir gelir elde edememektedirler.²³⁸

²³⁷ Ali Sait YÜKSEL, *Para Bulma ve Yatırım, İşletmelerde Sermaye Yönetimi*, 3. Baskı, İstanbul, AR Basım Yayın Dağıtım, 1982, s. 247.

²³⁸ İlyas ÇELİKOĞLU, *Sosyal Güvenlik Sistemlerinin Finansman Yöntemleri ve Türkiye Uygulaması*, DPT Yayınları, Yayın No: 2355, Ankara, 1994, s. 177-178.

Sonuç olarak, Türkiye'deki Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının organizasyon yapıları modern işletme yönetim teknikleri çerçevesinde düzenlenmeli, plasmanları da finans ilkelerine göre değerlendirilmelidir.

4.3.3. Sosyal Sigortalar Kurumu

İşçilerin sosyal güvenliğinin sağlanması amacıyla 1946 yılında kurulan SSK, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı'na bağlı olup görev ve fonksiyonları 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kurumu'nun uygulama alanının kişi ve risk bakımından zaman içerisinde genişlemesiyle artmış bulunmaktadır.

Türkiye'de sosyal sigorta primleri, sigortalılar ile bunların işverenlerinden alınmaktadır. Prim miktarları, sigortalıların ücretleri üzerinden hesaplanmakta ve prime esas kazanç'ta alt ve üst sınırlar bulunmaktadır. SSK'nun yıllık gelir ve giderleri arasındaki fark, yatırılabilecek fonları oluşturmaktadır.

Tablo 4.4.'de SSK'nun fiili gelirleri verilmektedir.

Tablo: 4.4. SSK Gelir Yapısı

(Milyon TL.)

Yıllar	Prim	Fata	Tatvil ve Bono	Kira	Cesitli	Toplam
1990	9.770.000.0	742.805.3	240.792.6	31.429.6	603.056.0	10.625.784.0
1991	14.858.100.0	417.636.6	319.829.6	53.192.3	2.823.334.2	18.472.093.2
1992	26.328.702.4	636.678.3	424.804.2	243.881.9	2.380.504.2	30.514.596.5
1993	42.778.158.0	886.661.4	617.286.2	335.282.4	4.670.410.5	49.287.798.5
1994	76.353.487.0	14.976.549.5	2.069.916.6	503.289.3	8.715.760.0	102.619.000.0

Kaynak: 1990-1994 SSK Faaliyet Raporları

SSK'nun toplam gelirleri bir önceki yıla göre % 109 nisbetinde artarak 1994 yılı itibariyle 102.619.000.0 Milyon TL.'ye ulaşmıştır. 1994 yılı gelirlerinin %75'ini prim gelirleri oluşturmaktadır.

SSK, her yılın gelirleri ile giderleri arasında meydana gelen ve ileriki yıllarda yapılacak sigorta yardım ve ödeneklerinin karşılığı olarak biriken fonlarını, 4792 sayılı kanunun 2158 ve 2868 sayılı Kanunlarla değişik 20. maddesinde belirtilen sahalara, tespit olunan esaslar dahilinde plase etmektedir.

Tablo 4.5.'de SSK'nun fonlarını değerlendirme alanları gösterilmektedir.

Tablo: 4.5. SSK Fonları

(Milyon TL.)

Plasmanlar	1990	1991	1992	1993	1994
Milli Bankalar	2.923.900.0	3.059.154.0	4.053.207.0	5.666.321,1	9.854.747.8
Tahviller	596.500.0	589.378.0	50.365.0	40.160,0	5.227.663.0
Gayrimenkuller	231.400.0	421.817.7	741.764.2	1.230.687,8	17.246.812.3
Konut Kredileri	48.300.0	39.758.5	24.967.9	15.101,5	7.845.5
Toplu Konut Fonu	32.000.0	30.518.3	26.977.7	24.455,9	20.319.5
Diğer Plasmanlar	488.600.0	908.717.0	1.262.184.0	1.951.530,1	3.721.860.8
TOPLAM	4.320.700.0	5.049342.0	6.159.464.8	8.928.257,4	36.079.249.9

Kaynak: 1990-1994 SSK Faaliyet Raporları

1994 yılı sonunda 36.079.2 milyar TL.'ye baliğ olan SSK plasmanları, bir önceki yıla oranla %304.1 nispetinde artış göstererek 27.150.9 milyar TL'ye çıkmıştır.

SSK'nın yıllar itibariyle karşılaştırmalı olarak fon kullanım yerleri tablosu yüzde itibariyle Tablo 4.6.'da gösterilmiştir.

Tablo: 4.6. SSK Plasmanları Yüzde Dağılımı

	1990	1991	1992	1993	1994
Milli Bankalar	68	61	65.8	63.4	27.3
Tahviller	14	12	0.82	0.45	14.5
Gayrimenkuller	4	7	12.04	13.7	47.8
Konut Kredileri	1	1	0.40	0.17	0.02
Toplu Konut Fonu	1	1	0.44	0.27	0.06
Diğer Plasmanlar	12	18	20.49	21.85	10.3
Toplam	100	100	100	100	100

Kaynak: 1990-1994 SSK Faaliyet Raporları

Kurum Fonları son yıllara doğru gayrimenkuller'e kaymaktadır. Bankalardaki mevduatlar azalmış, tahviller ise 1993 yılı itibariyle oldukça düşük bir oranda

gerçekleşmiştir. İşçi konut kredileri ve Toplu Konut fonları gittikçe azalmış nihayet sıfırlanmıştır.

SSK fonlarının daha iyi değerlendirilmesiyle ilgili tedbirler, Kurumun mâli kaynakları açısından büyük ehemmiyet taşımaktadır. 4792 sayılı kanunun İşçi Sigortaları Kurumu Kanunu, kurumun bu fonları nerelere yatıracağını sıralamaktadır.

4792 sayılı kanunun 2158 sayılı kanun ile değişik 20. maddesine göre;

SSK her sigorta kolu için ayıracağı yedek akçeleri,

- Milli Bankalara yatırmak,
- Devletin çıkardığı veya kefil olduğu tahvillere yatırmak,
- Gayrimenkullere yatırmak,
- Konut yapımı için kullanmak,
- Kendisine bağlı tüzel kişiliği haiz müesseseler kurmak,

Devlet Yatırım Bankası ve DPT'ce güvenilir ve kârlı olacağı belirtilen öncelikli ara ve yatırım malları üretimine yönelik sermayesinin yarısından fazlası kamu kesimine ait olacak şekilde kuruluşlara katılmak suretiyle işletir.

Yukarıda sayılan karşılıkların en çok %40'ı (b) fıkrasında, %25'i (e) fıkrasında yazılı olan konulara Bakanlar Kurulu Kararı ile yatırılır. (d) fıkrasında belirtilen yatırımlara ise ençok %25'e kadar plasmada bulunulabilir.

Söz konusu bu maddelere göre SSK'nın plasmanları hakkında şunlar söylenebilir.

1994 yılı plasmanlarının büyük çoğunluğu, gayrimenkullere yatırılmıştır. Oysa bunlar iktisadi açıdan en az verimli yatırımlardır. Aynı yatırımlar, sosyal sigortaların sağlık ve yönetim hizmetlerinde kullanılacaksa ancak o zaman sosyal amaçlı yatırımlardan sayılabilirler.²³⁹

Fakat görüldüğü gibi fonlar, 2158 sayılı kanundan uzaklaşmış ve gayrimenkullere %25'e kadar yatırılması gereken fonlar, %47.8 oranında yatırılarak, yaklaşık iki katı bir yatırımda bulunulmuştur. Ancak ne var ki, bu tür yatırımların gelirleri az da olsa, fonların reel değerlerini koruma özellikleri daha yüksektir.

Kurumun son yıllara doğru bankalardaki mevduatlarını azaltması, uygulamada geri çekebilmenin sorun oluşturabileceği düşüncesine bağlanabilir.

²³⁹ Kenan TUNÇOMAÇ, *Sosyal Güvenlik Kavramı ve Sosyal Sigortalar*, İkinci Baskı, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, Yayın No: 659, 1982, s. 111.

Aslında mevduatın gelirleri de hiç de küçümsenemeyecek bir getiri sağlamaktadır. SSK tahvillerinin %96 kadarı D.Y.B., %2.5'u hazine tahvili, %7'si ise T. Emlâk Kredi Bankası tahvillerinden oluşmaktadır. Göreceli olarak en yüksek kârlılık da yine tahvillerden sağlanmaktadır.²⁴⁰ (1994 yılı gelirlerinin %46'sı tahvil gelirlerinden oluşmuştur.)

Risk sermayesi fonları açısından potansiyel bir kurum olarak kabul edebileceğimiz SSK'ya ilişkin şu önerilerde bulunulabilir.

-Fon kullanımlarının kârlı yatırımlara dönüştürülmesi, piyasadaki kârlı para ve ticaret işlemlerine girilmesi ve işletmecilik fikrini geliştirmeye yönelik tedbirlerin geliştirilmesi,

-SSK bünyesinde fonları optimum seviyede değerlendirecek bütçe finans ve yönetim grubunun kurulması,

-SSK'nın işletmeci bir kuruluş olarak, gerekli organizasyonları gerçekleştirebilmesi için idari tedbirlerin alınması,

-Kurum Kuruluş Kanunu, günümüz şartlarına ve sigortacılık prensiplerine uygun olarak yeniden düzenlemesi gereklidir.²⁴¹

Ayrıca, SSK fonlarının, 1994 yılı plasmanları arasında %14.5 gibi bir orana sahip iktisadi amaçlı yatırımlardan sayılan tahvillere yatırılmasının yanı sıra, yeni kurulacak veya büyüme-gelişme aşamasındaki şirketlere ait hisse senetlerini almak yoluyla kanalize edilmesi, Türk risk sermayesi sektörünün gelişiminde önemli bir ilerleme kaydedecektir.

4.3.4. T.C. Emekli Sandığı ve Özel Emeklilik Fonları

Emekli Sandığı varlıklarının büyük bölümünü lüks turistik otellere yatırmış bulunmaktadır. Bu sebeple Türkiye'de sermaye piyasasına fon aktarma açısından belirgin bir işlevi bulunmamaktadır. Hesapları sürekli açık vermekte ve bunlar genel bütçeden karşılanmaktadır.²⁴²

1949 yılında kamu görevlilerinin sosyal güvenliğinin sağlanması amacıyla kurulan emekli sandığı, Maliye ve Gümrük Bakanlığı'na bağlı olup finansman kaynakları 5434 sayılı T.C. Emekli Sandığı Kanunu'nun 14. maddesinde sayılmıştır.

²⁴⁰ RODOPLU, a. g. e., s. 132-133.

²⁴¹ DPT, VI Beş Yıllık Kalkınma Planı ÖİK Raporu, Sosyal Güvenlik ve Sağlık Hizmetlerinin Rasyonelleştirilmesi, Ankara, 1991, s. 115

²⁴² RODOPLU, a. g. e., s. 126.

Emekli sandığının en önemli gelir kaynakları başta primler olmak üzere; iştirakçilerin maaşlarından kesilen kesenekler, kurum karşılıkları, sandık gelirlerinin işletilmesinden elde edilecek her çeşit kârlar ve bağışlar diğer kaynaklarını oluşturmaktadır.

Sandığın ihtiyatları, normal ve belli ihtiyatlar için serbest bulundurulması lâzım gelen tutarlar çıkarıldıktan sonra kalanı,

(12.6.1957 tarih ve 7003 sayılı yasayla değişik)

Değişken gelirli değerlerden,

-%40'ı geçmemek üzere iktisaden gelişmeye uygun olan yörelerde ve en fazla gelir sağlayacak biçimde ve belediye sınırları içinde satın alınacak veya yatırılacak taşınmazlara,

(5434 sayılı kanununun 6311 sayılı kanunla değişik 22 inci maddesinin (b) fıkrası)

%40'ı geçmemek üzere,

-Sermayenin tamamı veya yarısından fazlası Devlete ait olan kurumların veya bu kuruluşlarca sermayesine katılan sermaye şirketlerine veya bu kurum ve şirketlerle beraber girişilecek girişimlere,

-Ülke ekonomisinin gelişimini etkileyen ve sandık plasmanları bakımından da güvenilir ve yararlı olmak ve önceden Bakanlar Kurulu'ndan izin almak şartıyla, özel sermaye ile kurulmuş sermaye şirketlerinin pay senetlerine veya bu şirketlerle ve diğer girişimcilerle beraber girişilecek girişimlere,

Durağan gelirli değerlerden,

-Devlet bono ve tahvilleriyle Amortisman ve Kredi Sandığı tahvillerine,

(b) fıkrasında yazılı şirketlerle Devlet sermayesiyle kurulmuş olan kuruluşların veya ulusal bankaların tahvillerine yatırılır.

Özellikle Türkiye açısından uygulamada ağırlığı olan bir konu da, emeklilik özel sandıklarının birikimleridir. Bu birikimler uygulamada, bağlı oldukları işletmelere kredi olarak aktarılmaktadır. Özel banka vakıf ve sandıkları

fonlarının yaklaşık 3/4'ünü ya o bankada mevduat, ya da iştiraklerine yatırım olarak tutmaktadırlar. Bu kuruluşlar fonlarını, genellikle bağlı buldukları bankanın sermayesine katılmaları doğrultusunda ve bir oranda da sermaye piyasasına aktarma yolunda kullanmaktadırlar.²⁴³

Özel emeklilik fonlarının devreye sokulması konusu ise, esas itibariyle, iktisadi politika tartışmaları alanına 1994 yılında Dünya Bankası'nın çalışmaları ile gelmiş bulunmaktadır.

Sosyal güvenlik sistemlerinde kriz oluşturan temel husus, sistemin, dağıtım veya paylaşım sistemine faaliyet göstermesidir. Bu sistemde, halen çalışanlar ve emeklilik için prim ödemesi yapanlar, daha önce emekli olanların aylıklarını ödemektedirler. Dolayısıyla, nüfus yapısındaki değişim ve prim tahsilatındaki aksaklıklar gibi sebeplerle, emekli başına düşen çalışan sayısı azalmakta, sistem kendini yenileyememekte, böylece toplanan fonlarla ancak emekli aylığı ödemeleri karşılanabilmektedir.

Halbuki önerilen emeklilikte bireysel tasarruf hesapları sisteminde, emeklilik için halen çalışanlardan toplanan primler, bu kişiler adına açılan portföy yönetimi hesaplarında toplanmakta ve neticede mali araçlardan oluşan portföyler, kişiler adına yönetilmektedir. Bu sistem ile, kişiler emekli oluncaya kadar önemli miktarda fon biriktirebilmektedirler.²⁴⁴

Bireysel tasarruf hesapları sisteminde, fonlar kamunun doğrudan yönetiminde olabildiği gibi, kamu gözetiminde özel portföy şirketlerinin yönetiminde de olabilir. Bu çerçevede, özel emeklilik fonları, bireysel tasarruf hesabı sistemine dahil olmaktadır. Özel emeklilik fonlarının temel özelliğinin, kısa sürede önemli ölçüde fon biriktirebilmek ve bunları mali piyasalara yönlendirmeleri düşünüldüğünde, bu yeni sistemle toplam yurtiçi tasarrufların ne olacağı hususu muğlak kalsa bile, mali sistemin büyüyeceği ve tasarrufların müspet yönde değişeceği söylenebilir.

Bu durum şöyle açıklanabilir, Türkiye'de çalışanların elde ettiği gelirlerin GSMH içindeki payı %30 civarında olduğu kabul edilirse, bunların %50'sinin de sisteme dahil olacağı düşünülürse, GSMH'nin %15'i civarında prim ödemeye esas bir gelir ortaya çıkacaktır. Buradan %10 prim tahsil edileceği beklenirse her yıl GSMH'nin %1.5'i kadar bir birikim özel emeklilik fonlarında toplanabilecektir.

²⁴³ RODOPLU, a. g. e., s. 137.

²⁴⁴ TUSIAD, *Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Kaynakları*, Yayın No: 96., 1996, s. 58

Bu fonların mali piyasalarda değerlendirilmesi sonucu, beş yıl sonra bu fonların GSMH'nın %7.5'ine, on yıl sonra ise %15'ine ulaşabileceği beklenebilir. On yıl sonra emeklilik aylığı ödemeleri ile sistemin büyüme hızı yavaşlarsa bile ulaşılan meblağ, Türkiye'de sürdürülebilir bir büyüme oranını yakalaması açısından önemli görülebilir.²⁴⁵

Özel emeklilik fonları veya emeklilikte bireysel tasarruf hesapları sisteminin, hisse senedi piyasası özelinde bulunan arz yönündeki kısıtların kaldırılması, kamu kesimi üzerindeki finansman kısıtının hafifletilmesi, kamu kesimindeki dengesizliklerin giderilmesi ve bu sistemin getireceği yüksek maliyetin göz önüne alınmasıyla, mali piyasaların boyutlarını büyüteceğini ve risk sermayesine fon kaynağı olabileceğini söylemek mümkündür.

4.3.5. BAĞ-KUR

Esnaf ve Sanatkarlar ve Diğer Bağımsız Çalışanlar Sosyal Sigortalar Kurumu (Bağ-Kur), 1971 yılında çıkarılan 1479 sayılı yasayla kurulmuş ve uygulamaya 1972'de başlamıştır.

1479 sayılı Kanunun değişik 16. maddesi kurumun karşılıklarını hangi sahalara ne şekilde yatıracağını hükme bağlamıştır.

Buna göre her sigorta kolu için ayracağı karşılıkların,

Ödenmiş primler karşılığı,

- Faiz haddi yürürlükteki hükümlere göre en yüksek düzeyde olmak üzere Devlet bankalarına yatırılmak,

- Devletin çıkardığı veya kefil olduğu tahviller ile Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresince çıkarılan gelir ortaklığı ve hisse senetlerine yatırılmak,

- Taşınmaz mallara yatırılmak,

- Bağ-Kur üyelerine işletme ve tesis kredisi olarak tahsis edilmek üzere %10'dan az olmamak ve Merkez Bankası'ndan esnaf ve sanatkarların finansmanı için açılan reeskont kredilerine uygulanan faiz oranlarından bir puan düşük faiz getirmek suretiyle Türkiye Halk Bankası'na yatırılmak suretiyle işletir.

Ödenmiş primler karşılığının en çok %40'ı (b), %25'i de (d) bentlerinde yazılı olan konulara yatırılır.

²⁴⁵ TÜSİAD, a. g. e., s. 59.

Tablo: 4.7. Bağ-Kur Toplam Prim Gelirleri

(Milyon TL.)

Yıllar	Prim Tahsilatı		
	Yıllık	Kümülatif	Artış (%)
1992	3.891.179,2	7.333,2	-
1993	4.876.336,7	12.209,5	66
1994	9.654.598,7	21.864,1	98

Kaynak: Bağ-Kur, 10. Genel Kurul Çalışma Raporu, 1995, s.105.

Tabloda görüldüğü üzere prim gelirlerinde son yıl itibariyle %98'lik bir artış sağlanmış olmasına rağmen bu primlerin değerlendirilmesi konusu çok önemli bir yer tutmaktadır.

Bağ-Kur'un temel karakteri, bir sosyal güvenlik kuruluşu olmasıdır. Bunun bir gereği olarak, emekli aylıklarının düzenli ve yeterli bir şekilde ödeyebilmek ve teşkilatın aktif hizmete hazır bulundurmak amacı ile gerekli gelir kaynaklarını sağlamalı ve kullanılabilmelidir. Bu amaçla sürekli olarak nakit plânları yapmak ve ülke ekonomisine yön verecek karar ve tercihler gibi bütün etkenleri gözönüne almak suretiyle nakit varlıklarını en iyi şekilde güçlendirme yoluna gitmelidir.²⁴⁶

Kurum anlaşmaz bankalarına yüksek faizler üzerinden vadeli hesaplarına nakitlerini aktarmaktadır. Ancak bu nakit varlıklarını ve cari harcamalarda kullanılacak meblağ dışındaki prim tahsilatlarını, Hazine Bonosu ve Devlet tahvilleri almak suretiyle değerlendirebileceği gibi, kurulacak risk sermayesi şirketlerinin ihraç edeceği hisse senetlerini satın almak yoluyla da değerlendirebilir.

4.3.6. Özel Sigorta Şirketleri

Sigorta şirketleri, genelde güvence satan birer ticari kuruluş olma yanında, "Kamu yararı" ağır basan kuruluşlar olarak da görülmektedir. Sigorta şirketleri birer ticari kuruluş olarak akdettikleri sigorta mukabilinde tahsil ettikleri primlerden yıl sonları itibariyle kâr elde etmeyi amaçlayan teşekküllere sahip olmakla beraber primleri sayesinde ekonomiye fon sağlamaktadırlar.

Sigorta şirketlerinin ve sigorta tekniği içinde yer alan reasürans şirketlerinin ekonomiye fon sağlayan kuruluşlar haline gelebilmeleri için, mali

²⁴⁶ DPT, a. g. e., s. 107-108.

bünyelerinin güçlü olması ve yatırım yapacak düzeyde bulunmaları gerekmektedir.

Sigorta şirketlerinin mali bünyelerinin güçlü olması ve sermaye piyasasında etkinlik kazanacak birer kurumlar olarak görülebilmesi için aşağıda sıraladığımız hususların mevcut olması lâzımdır.

-Tahsilat sigorta primlerinin zamanında tahsili,

-Sigorta tarifelerinin risk üstlenilmesine ve riski karşılayabilecek şekilde uygun ve yeterli olması,

-Kâr dağıtım politikası olarak, tahsil edilen primlerin dolayısıyla oluşan kârların büyük bölümünü şirket ortaklarına değil, sigortalılara yönelik olarak, şirketin bünyesinde bırakılmasının tercih edilmesi,

-Uzun vadeli sigorta işlemi niteliğinde olan hayat sigortalarının alınacak tedbirlerle daha yüksek düzeyde kullanılması ve neticede primlerin uzun vadeli fonlara dönüştürülebilmesi amacıyla hayat sigortalarının tanıtılması ve teşvik edilmesi,

-7397 sayılı Sigorta Murakabe Kanunu'nun 29. maddesinin 2. fıkrasına dayanarak, Bakanlar Kurulu'nun gerekli gördüğü sigorta türlerini mecburi hale koyabilme yetkisini kullanarak, mecburi sigorta uygulamalarının artırılması,

-Mecburi sigorta uygulamalarının yanında, yeni sigorta türlerinin uygulamaya konulması gerekmektedir.²⁴⁷

Yukarıda bahsedilen kâr dağıtım politikası ile, yıl sonlarında gerçekleşecek kârlar üzerinden diğer ticari şirketlere kıyasla daha az söz sahibi olması gereken sigorta şirketleri ortaklarının kârları dağıtılmayıp, ya da düşük oranda dağıtılarak, sigorta şirketlerinin mali bünyelerinin kuvvetlenmesi amaçlanmaktadır.

Tablo 4.8.' de Türk Sigorta Şirketlerinin Portföy Yapısı görülmektedir.

²⁴⁷ Bahattiyar UZUNOĞLU, "Sigorta Şirketlerinin Mali Bünyelerinin Güçlendirilmesi ve Menkul Değerlere Yatırım", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Ekim, 1988, s. 20-21.

Tablo: 4.8. Sigorta Şirketlerinin Portföy Yapısı (Milyar TL)

	1991	1992	1993	1994	1994 Eylül	1995 Eylül
Kamu Menkul Kıymetleri	1,210.0	2,661.8	5,809.6	13,918.7	11,539.7	30,585.2
Özel Sektör Tahvilleri	84.0	0.1	5.8	21.7	144.4	8.9
Hisse Senetleri	321.0	423.6	621.3	1,519.9	1,485.5	1,894.9
Toplam Menkul Değerler	1,615.0	3,085.5	6,436.7	15,595.3	13,169.6	32,489.0
Sabit Değerler	687.5	1,098.5	2,087.8	4,891.8	2,702.4	6,344.7
Toplam Yatırımlar	2,302.5	4,183.6	8,524.6	20,487.0	15,872.0	38,833.7

Kaynak: Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri, s.67.

Tabloda görüldüğü gibi, sigorta şirketlerinin yapmış oldukları yatırımların tutarı 1995 yılında bir önceki yıla göre %144,7 oranında artarak 38,833.7 milyar TL.'ye yükselmiştir. Toplam yatırımlar içerisinde en büyük payı %78.8 ile Kamu menkul kıymetleri (Devlet Tah., Hazine Bon., Diğ. Kamu Borç. Senet.) alırken, en küçük paya sahip özel sektör tahvilleri ise, 1995 yılında daha da azalarak 8,9 milyar TL.'ye düşmüştür. Hisse senetleri ise, toplam yatırımlar içerisindeki payını bir önceki yıla göre %27.6 oranında artırarak 1,894.9 milyar TL. seviyesine yükseltmiştir. Dikkat çekici bir husus ise, sabit değerlerin toplam yatırımlar içerisindeki payının %134.8 oranında yükselmesidir.

Resürans Şirketlerinin yatırım portföyleri ise, tablo 4.9.' deki şekilde gerçekleşmiştir.

Tablo: 4.9. Reasürans Şirketlerinin Portföy Yapısı (Milyar TL)

	1991	1992	1993	1994	1994 Eylül	1995 Eylül
Kamu Menkul Kıymetleri	60.2	224.1	279.8	660.3	432.3	846.0
Özel Sektör Tahvilleri	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	325.5
Hisse Senetleri	43.2	41.6	8.1	8.7	10.1	30.4
Toplam Menkul Değerler	103.4	265.7	287.9	669.0	442.3	876.7
Sabit Değerler	55.1	90.6	304.9	649.7	323.2	658.4
Toplam Yatırımlar	158.5	356.3	592.9	1,318.7	765.6	1,535.1

Kaynak: Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri, s. 67.

Reasürans şirketlerinin yapmış oldukları yatırımlarının tutarı, 1995 yılında, bir önceki yıla göre %143 oranında artarak 1,535.1 milyar TL.'ye yükselmiştir. Toplam yatırımlar içerisinde en büyük payı, %45 ile Kamu menkul kıymetleri almıştır. En küçük payı ise, %2'lik bir payla hisse senetleri almış olmasına rağmen son yıl, bir önceki yıla göre %300 oranında artış göstermiştir. Görüldüğü gibi geçmiş yıllarda hiç yatırım yapılmamış olan özel sektör tahvillerine ilk olarak 1995 yılında 325,5 milyar TL.'lik bir yatırım yapılmıştır. Sabit değerler ise, toplam yatırımlar içerisindeki payı %35 olup %104 oranında artış göstererek 658,4 milyar TL.'ye yükselmiştir.

Sigorta şirketleri, yatırımlarını son yıllara doğru Kamu menkul kıymetlerine ve hisse senetlerine kaydırırken buna karşılık, özel sektör tahvillerine olan yatırımlarından vazgeçmişlerdir. Reasürans şirketleri ise, hızla özel sektör tahvillerine kaymakta, hisse senetleri yatırımları da 1994'e doğru azalmış ancak son yıl büyük artış göstermiştir.

Sigorta sektörünün genel durumunu aşağıdaki şekilde değerlendirebiliriz.

Kamu menkul kıymetleri plasmanları bu sektörde oldukça artmış, özel sektör tahvilleri ise, genel toplam içindeki payı oldukça az, hisse senetleri içinde aynı durum söz konusu olmakla beraber, sabit değerlere son yıl göreceli olarak büyük meblağlar yatırılmıştır.

Türk Sigorta sektörünün, risk sermayesi yatırımlarının finansmanında kullanılan menkul değer yatırımlarına yönlendirilmesi hususunda bir zemin oluşturmak amacıyla göz önünde bulundurması gereken faktörler ile portföy oluşturma şekilleri ve bu işlemleri yönetebilecek kadronun oluşturulması hususunda şu öneriler verilebilir:²⁴⁸

-Şirketle ilgili faktörler,

- Hisse senetleri fiyat hareketlerinin genel analizi dikkatle yapılmalı, bu konuda kârlılık ve temettü dağıtma durumu en etkin bir faktör olarak göz önünde tutularak, borsada zarar süresince başabaş veya başabaşın altında oluşan fiyatların, kâra geçişe doğru hareketlenme olduğu kabul edilmelidir,

- Şirket amortismanlarının tamamlanması, ya da her yıl ayrılan amortismanların azaltılması gerekmektedir. Bu şirketin kârını yükseltecek, dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatını müspet etkileyecektir,

- Şirket yönetiminin, işinin ehli, tecrübeli, girişimci kişilerden oluşan bir yönetici kadrosuna sahip olması gerekmektedir,

- Sermaye artırım ve rüçhan hakkının kullanılması gerekmektedir,

- Şirketin likidite durumu, hisse senetlerini sermaye piyasasında kolayca nakde dönüştürülebilir bir yapıda olması gerekmektedir. Bu durum hisse senetlerinin değerini iyi yönde etkileyecektir,

- Hisse senetlerinin borsada kote edilmiş olması gereklidir. Bu husus menkul kıymetin kolayca alınıp satılmasına imkân sağlayacağı için özellikle arz-talep dengesinin oluşmasını mümkün kılmaktadır.

Kârlılık, verim, emniyet ve risk gibi unsurlar gözönünde tutularak menkul değerlere yatırım yapılmasında ilk olarak muhtelif menkul değerlerden oluşacak bir portföy ve bu portföy oluştururken de risk ile verimliliğin doğru orantılı olduğunu gözönünde tutmak gereklidir. Yatırımcının buradaki amacı “sıfır”riskli yatırımdan daha yüksek gelir elde etmek olmalıdır.

4.4. Türk Risk Sermayesi Yatırımı Yardımcı Kuruluşları

4.4.1. Özel Finans Kurumları

Özel Finans Kurumları, islâm ekonomisine dayanan, klâsik faiz kuramını reddederek bu çerçevede riba'yı (ödünç paranın faiz gelirini) haram sayan ve toplumun finansman ihtiyacını halktan kâr paylaşım esasına göre mevduat toplayarak, faizsiz

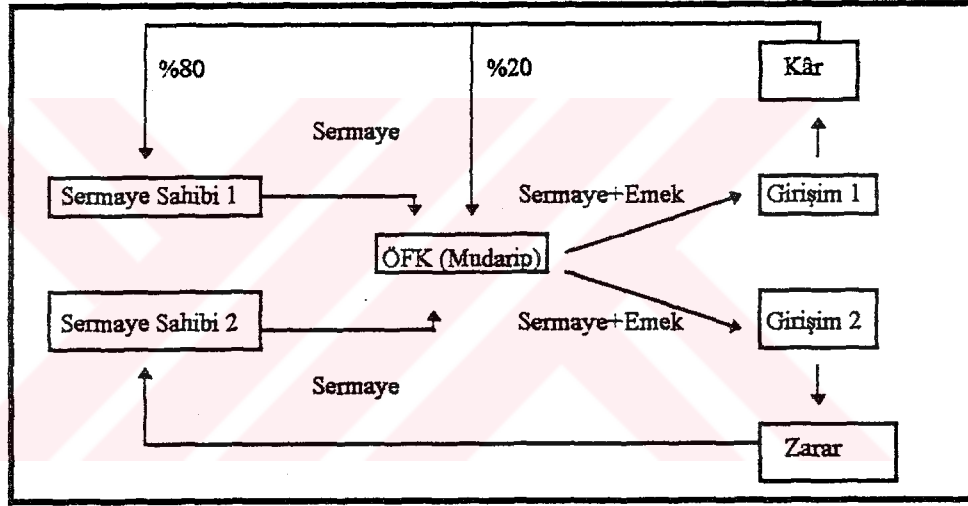
²⁴⁸ Bahtiyar UZUNOĞLU, a. g. m., s. 21-22.

bankacılık yoluyla sağlamayı amaçlayan kurumlardır. Özel Finans Kurumları (ÖFK), doğuş itibariyle arap ülkelerinin dolar birikimlerini ve dini sebeplerle faizi reddeden toplumun tasarruflarını, ekonomik sisteme çekmeyi hedeflemektedir.

ÖFK'ların fon toplama yöntemleri özel cari hesaplar ve katılma hesapları olmak üzere iki şekildedir.²⁴⁹

ÖFK'ların sık olarak uyguladıkları mudaraba yöntemi, emek ile sermayenin birleşerek, faaliyet sonucu oluşacak K/Z'ı paylaşmalarına dayanan bir faaliyettir. Sermayeyi yatıran aktif olmamakta, buna karşılık fon kullanan taraf faaliyetin yürütülmesini üstlenerek oluşacak kârdan belirli bir pay almaktadır. Faaliyetin zararı tamamen sermayeyi koyana ait olup, kusur, ihmâl, ve ihlale bağlı olan zararlara karşı sermayenin teminat altına alınmasını isteme yetkisini haizdir.

Şekil 4.1.'de mudaraba'nın işleyişi yer almaktadır.



Şekil: 4.1. Mudaraba Ortaklığının İşleyişi

Kaynak: KAYA, a. g. e., s. 45.

Bu yöntemde çok sayıda kişi, kâr amacıyla işletilmek üzere parasını bir ÖFK'ya yatırır. ÖFK mudarip (yönetici) olarak aldığı parayı murabaha olarak (yaygın olduğundan) kullanır. Kârın %20'sini kurum alırken, %80'i sermaye sahiplerine dağıtılır.²⁵⁰

Ortaklıklarda kârın anlaşma esaslarına göre paylaşılması, buna karşılık zarara sermaye oranlarına göre katılma, (Mudaraba ortaklığında zarara yalnız sermaye sahibinin katılması), yine kredi ortaklığı şirketlerinde kârın, tazmini göze aldıkları

²⁴⁹ DÖNDÜREN, a. g. e., s. 434.

²⁵⁰ SARIASLAN, a. g. m., s. 9.

zarar oranında paylaşma gibi düzenleyici ve bağlayıcı prensipler dışında, ortakların, şirket anasözleşmesinde belirleyecekleri şartlar geçerli ve bağlayıcı olmaktadır.²⁵¹ Nitekim Hz. Peygamber de; "(Şirketlerde) Kârın paylaşılması, serbest sözleşme ile belirlenir (koştuıkları şarta göredir.); zarara katlanma ise, sermaye oranlarına (iki malın miktarına) göre olur." "Müslümanlar kendi aralarında belirledikleri şartlara uyarlar. Ancak helali haram, haramı helal kılan şart müstesnadır"²⁵² buyurmuştur.

Sonuç olarak, iktisadi bakımdan kalkınmış ülkeler yeni dünya düzeninde faizli krediler yerine, risk sermayesi yöntemine yönelmiş bulunmaktadır. Bu model İslâmiyetin asırlar önce uyguladığı emek-sermaye ortaklığı (mudaraba)'nın bir devamıdır. Buna göre günümüz bilim ve teknolojisinin gelişmesinde risk sermayesinin dolayısıyla mudarabanın itici bir güç olduğu söylenebilir. Zira 21. yüzyılın paranın parayı doğurmayacağı, ancak bir mübadele aracı olarak algılanacağı bir asır olması beklenir.

4.4.2. KOSGEB

Türkiye'de iktisadi ve sosyal ihtiyaçların karşılanmasında KOBİ'lerin payını ve etkinliğini artırmak, rekabet güçlerini ve düzeylerini yükseltmek, sanayide entegrasyonu iktisadi gelişmelere paralel olarak geliştirmek amacıyla kurulan Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB), KÜSGET ve SEGEM'in birleşmesi sonucu ortaya çıkmıştır.

KOSGEB, kendi içerisinde çeşitli konularda oluşturulmuş merkezleri aracılığıyla KOBİ'lere yurt çapında hizmet vermektedir. KOSGEB amaç ve faaliyetlerine ulaşabilmek için aşağıda belirtilen hizmet merkezlerini oluşturmaktadır.²⁵³

- Danışmanlık ve Kalite Geliştirme Merkezleri
- İhtisas Merkezleri
- Test ve Analiz Laboratuvarları
- Ortak Kolaylık Atölyeleri
- Teknoloji Geliştirme Merkezleri/Teknoparklar
- Pazar Araştırma Merkezleri
- Bilgi İşlem Merkezleri

²⁵¹ DÖNDÜREN, a. g. e., s. 439-440.

²⁵² Vehbe ZUHAYLİ, *İslam Fikhi Ansiklopedisi*, Cilt 6, Feza Yayıncılık, İstanbul, 1994, s. 145.

²⁵³ Tamer MÜFTÜOĞLU, *Küçük İşletmelere Yönelik Devlet Politikaları*, TES-AR Tartışma Notları, Yayın No: 3, Ankara, 1993, s. 51.

- Yatırım Yönlendirme Merkezleri
- Uygulamalı Eğitim Merkezleri
- İrtibat Mühendislikleri

Bu hizmet merkezlerinin sanayiye getireceği faydalar olarak şunlar sıralanabilir.²⁵⁴

-Müteşebbisliğin desteklenmesiyle ve teşvik edilmesiyle teşebbüs sayısı artacaktır,

-Ar-Ge faaliyetlerinin küçük sanayi kesiminde önemi artırılarak bu yolda ilerlemeler kaydedilecek,

-Çeşitli alanlarda, kendi teknolojimizi üretme imkânı doğacak,

-Küçük, orta ve büyük sanayi ilişkilerindeki bağ kuvvetlenecek,

-İstihdama daha yüksek oranda katkı sağlanacak, nitelikli insan gücü artacak,

-Üretim artışı sağlanacak, üretim maliyetlerinde düşme ve pazarlama imkânları artacak,

- Atıl kapasite değerlendirilecek, verimlilik oranı yükselecek,

-Nitelikli insan gücü çoğalacak,

-Sermaye birikimi sağlanarak, borsa faaliyetlerine dolayısıyla ekonomiye canlılık gelecektir.

Ancak KOSGEB, düşük faizli kredi ve fon aktarma yoluyla teknolojiye destek sağlamaktadır. Başarılı projelerin ticari başarısı üzerinden kâr sağlamaya yönelik bir özkaynak finansmanı sağlama ve ortaklık gibi risk sermayesi'nin unsurları KOSGEB türü desteklerde görülmemektedir. Bununla beraber yukarıda sıraladığımız hususlar açısından ileri teknoloji yatırımına destek sağlanması yolunda KOSGEB bugün önemli görevler üstlenmektedir.

Devlet açısından risk sermayesinin çalıştırılması amacıyla THB ve KOSGEB işbirliği neticesinde çalışmalar yapılmakta olup henüz bir sonuca da ulaşamamıştır.

4.4.3. Türkiye Halk Bankası ve VakıfBank

Türkiye Halk Bankası (THB), esnaf, sanatkâr, küçük ve orta ölçekli işletmeleri finansal olarak desteklemek amacıyla kurulmuştur.

²⁵⁴ MÜFTÜOĞLU, a. g. e., s. 53.

THB, KOBİ'lere iç kaynaklı sanayi kredileri ve dış kaynaklı fon kredileri kapsamında yatırım ve işletme kredisi kullanılmaktadır.

İç Kaynaklı Fon Kredileri olarak;²⁵⁵

-Küçük Ölçekli Sanayi Kredisi,

-Orta Ölçekli Sanayi Kredisi,

Dış Kaynaklı Fon Kredileri olarak;

-Dünya Bankası II. KOS Proje Kredisi,

-Dünya Bankası Tarımsal Sanayi Proje Kredisi,

-KFW Teşvik Fonu,

-KSF-1 Kredi Özel Fonu sayılabilir.

1992 yılında UDİDEM modeli olarak Tansu Çiller'in kamuoyuna sunduğu program, devlet bankalarının yeni projelere fon aktarılmasını içeriyordu. Model T. Halk Bankası kanalıyla hayata geçirilecekti. 1993 yılı Şubat ayında, Halk Bankasına Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı tarafından 500 Milyar TL.'lik bir fonun risk sermayesi yatırımlarında kullanılmak üzere tahsis edileceği belirtilmiştir. Ancak daha ileriki tarihlerde bu düşünce, gerçekleşme aşamasına gelememiştir.

Her ne kadar faaliyete geçirilememişse de yine de THB kanalıyla fon kullanımının eleştirilecek yönleri bulunmaktadır. Çünkü THB fonları'nı küçük işletme kuruculara tahsis ederken belki yeni teknoloji kriterini dikkate alamayacaktı. Zira, kullanılmış olsaydı risk sermayesi fonları esnaf ve sanatkar desteklemede veya şirket kurtarmada kullanılabilir.²⁵⁶

Diğer yandan Halkbankası, kendi bünyesinde bir risk sermayesi bölümü kurarak (diğer ülkelerde olduğu gibi) risk sermayesi faaliyetinde bulunması, potansiyel bir kuruluş olarak görmemize rağmen yeterli olmamaktadır. Özellikle "yüksek teknoloji" temelinde geliştirilmiş bir yöntem olan risk sermayesi hadisesinde yatırım yapılacak projelerin veya firmaların teknik açıdan seçimi ayrı bir uzmanlık gerektirmekte, firmalara verilecek profesyonel yönetim desteği de başlıbaşına bir uzmanlık işi olmaktadır. Ancak Halkbankası'nın, KOBİ'lerle olan mevcut ilişkiler ağını kullanarak yatırımların izlenmesi ve kontrolü faaliyetlerinde belli görevler üstlenmesi mümkündür.

²⁵⁵ BİLGİÇ, a. g. e., s. 2-24.

²⁵⁶ TUNCEL, a. g. e., s. 120-121.

Halkbankası'nın sermaye yatırarak kurulacak risk sermayesi şirketlerine ortak olması, bir bankadan asıl beklenen girişim olacaktır. Ayrıca sermaye katkısı yanında bankacılık hizmetleri, danışmanlık, eğitim gibi faaliyetlerde bulunması bu girişimleri ihya edecektir.

Vakıflar Bankası ise, KOBİ'lerin desteklenmesine yönelik ilk adımları atan kuruluşlardan biri olarak, KOBİ'lerin verimlilik ve rekabet güçlerinin artırılması ve gümrük birliğine uyum sağlamaları için teknik yardımları içeren geniş ve etkin güçlendirme programları hazırlamaktadır.

VakıfBank, uygulanabilir ve ülke ekonomisine katkı sağlayacak projesi olan, ancak sermaye bulamayan girişimcilere uzun vadeli borç ve sermaye desteği sağlamak amacıyla bir "Risk Sermayesi Şirketi" kurmuştur. DPT öncülüğünde hazırlanan ve 1996-2000 yıllarını içeren KOBİ Eylem Plânında VakıfBank'ın, öngörülen projelerden 4'ünde doğrudan, 1'inde iştiraki aracılığıyla yer alması, sözkonusu projelerin hayata geçirilmesi amacıyla "Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş." kurulması öngörülmüştür.

1996 Nisanında, sermayesi 2 Trilyon TL. olarak öngörülen şirket, kuruluş çalışmalarına başlamış, kadro oluşturma ve organizasyon çalışmaları da sürdürülmektedir. VakıfBank, KOSGEB ile müştereken üstlendiği bu projeye, Teknoloji Geliştirme Merkezi (TEKMER)'de geliştirilen ve piyasaya sunma olgunluğuna ulaştırılan projelerin mali destek ile hayata geçirilmesini sağlayacaktır. 5 yılda 12 Milyon ECU'lük kaynak ihtiyacı olan bu proje vasıtasıyla 60 civarında projeye finansman desteği sağlanacaktır.

VakıfBank, KOBİ'lerin finansmanında yan kuruluşları aracılığıyla ve risk sermayesi'nin sunduğu imkânları vasıtasıyla, KOBİ'lerin sermaye piyasalarından yararlandırılması konusundaki girişimleri devam etmektedir.²⁵⁷

4.4.4. Türkiye Kalkınma Bankası

Kalkınmanın gerçekleştirilmesinde en önemli husus, sınai yatırımların artırılması, yatırımların artırılması için de yapılması gereken işlerden biri yatırımların özsermaye ile karşılanamayan kısmı için uzun vadeli fon teminidir. Bu ihtiyacın karşılanmasında en önemli yol ise sermaye piyasasına başvurmadır.

Kalkınma Bankaları, özellikle sermaye piyasalarının gelişmemiş olduğu ve bankacılık sisteminin girişimlere yatırımların gerektirdiği biçim ve ölçüde kaynak sağlamada yetersiz kaldığı az gelişmiş ülkelerde, bir yandan yatırımlara orta ve uzun

²⁵⁷ Fehmi GÜLTEKİN, "42. Yılında VAKIFBANK", *Dünya Gazetesi Eki*, 11 Temmuz 1996, s. 2.

vadeli yeterli kaynak sağlamaya çalışan, öte yandan kalkınmayı engelleyen eksiklikleri giderici destekler sağlayarak bu sahadaki sorunları çözmek yoluyla ülkenin kalkınmasını hızlandırmayı amaçlayan finansal kurumlardır.²⁵⁸

Kalkınma Bankalarının işlevlerini şu şekilde sıralayabiliriz.²⁵⁹

- Yatırımlara orta ve uzun vadeli yurtiçi fon sağlama,
- Sermaye piyasasının gelişmesini teşvik etmek,
- Girişimleri, girişimcileri ve kalkınmayı desteklemek,
- Dış ülkelerden ve finansman kurumlarından fon temin etmek,
- Küçük işletmeleri desteklemek.

Kalkınma Bankaları, kendi çıkardığı menkul kıymetleri yatırım yapmak isteyenlere satmak suretiyle, menkul kıymet piyasalarının oluşumuna ve gelişimine katkıda bulunmaktadır. Çok küçük piyasaların olduğu ülkelerde takas evleri oluşturarak menkul kıymet alım-satımı yapmak isteyen bireylere zemin hazırlayarak, bir alışveriş mekanizması geliştirirler. Ayrıca düzenli bir piyasanın sürdürülmesine imkân tanıyarak, menkul kıymetler için uygun fiyatın, alıcı ve satıcılara danışıldığı merci pozisyonunda bulunabilirler.²⁶⁰

Piyasadaki menkul kıymetlerin miktarını artırmak ve böylece yatırım alternatiflerini çeşitlendirerek sermaye piyasasını geliştirme amacına yönelik rol oynarlar. Yani portföy teşkil ederek menkul kıymet alışveriş işlemlerini çoğaltırlar. Bünyesindeki menkul kıymet pazarlanmasında uzmanlaşmış birimleri vasıtasıyla halka menkul kıymet ihracını üstlenerek, bir pazarlama fonksiyonu icra ederler. Aynı şekilde menkul kıymetlere satış garantisi sağlarlar.²⁶¹

Yeni işletmelere hisse senedi almak yoluyla iştirak ederek, bu şirketlere ait hisseleri ileride satıp yatırımcıların ve yeni teşebbüslerin, bu yeni işletmeler hakkındaki kârlılık ve güvenilirlik belirlemede çektiği güçlükleri gidermektedirler. Ayrıca halkın çekingenliğini azaltarak, sözkonusu işletmelere yatırım yapma cesaretini artırırılar. İşletme yönetim ve uygulama yöntemleriyle ilgili iyileştirmeler sağlayarak, kendilerine finansman için müracaat edenlerden, projeleri için ayrıntılı teknik, ekonomik ve finansal incelemeleri içeren fizibilite raporlarının hazırlanmasında, gerek

²⁵⁸ ÖZİN AKGÜÇ, *Orta ve Uzun Vadeli Krediler ve Finansman Kurumları*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 47, Ankara 1975, s. 217.

²⁵⁹ Kemalettin ÇONKAR, *Kalkınma Bankacılığı ve Türkiye'deki Uygulama*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 374, Eskişehir, 1988, s. 53.

²⁶⁰ ÇONKAR, a. g. e., s. 86-91.

²⁶¹ ÇONKAR, a. g. e., s. 97-99.

proje hazırlama, gerekse proje uygulama aşamasında teknik ve idari yardımda bulunurlar ve danışmanlık yaparlar.²⁶²

Özel sektörün plân hedeflerine uygun yatırımları finanse ederek, iktisadi kalkınma plânlarının gerçekleştirilmesinde katkıda bulunurlar ve özel sektör ile kalkınma plânları arasında bir köprü vazifesi ifa ederler.²⁶³

Son yıllarda risk sermayesinin Güneydoğu'da kullanılması sözkonusudur. Bu amaçla HDTM, DPT ve Türkiye Kalkınma Bankası'nın koordinasyonunda 1995 yılında bir program gündeme gelmiş bulunmaktadır. Programın mali portresi 1 Trilyon 200 Milyar TL. olup, başta Kamu Ortaklığı Fonu olmak üzere kaynak transferi yapılarak kalkınma politikasının harekete geçirilmesi öngörülmüştü. Burada TKB'nin rolü, hazine finansmanını dağıtmak ve güneydoğu'da yarım kalmış tesisleri harekete geçirerek uzmanlığı vasıtasıyla, aktarılacak paraların devlete geri dönmesini sağlamaktır. Benzeri bir uygulama 1992 yılında da gündeme gelmiş, Anadolu'nun çeşitli bölgelerindeki yarım kalmış yatırımların ekonomiye kazandırılması amacıyla risk sermayesi fonu kanalıyla 278 yatırıma, Kalkınma Bankası tarafından 200 Milyar TL. sağlanması ve girişimcilerin mevcut yatırımlarının kârlı duruma geçirilmesini hedefleyen projelerinin de kabul edilebileceği öngörülmüştür.²⁶⁴

Yukarıdaki özellikleri sebebiyle, Türkiye Kalkınma Bankası bu görevleri yapabilecek bir konumda olup, risk sermayesi sektörünün bilgi bankası olma, potansiyel yatırımcı ve müteşebbisleri bilgilendirme, gerektiğinde risk sermayesi şirketlerinin teknik ve idari konularda uzman ihtiyacını karşılama, yapacağı yayınlarla risk sermayesi şirketleri arasında iletişim sağlama gibi fonksiyonları üstlenme kapasitesine sahiptir.

4.4.5. Üniversitelerin Girişimleri ve Teknoparklar

Teknoloji üretiminde teknoparkların rolü büyüktür. Teknopark fikri ilk olarak 1980'li yılların başında Almanya'da gündeme gelmiş ve daha sonra diğer Avrupa ülkelerine de yayılmıştır.

ABD'de Araştırma Parkı, İngiltere'de Bilim Parkı-Yenilikler Merkezi, Fransa'da Teknopol, F.Almanya'da Teknoloji merkezi, Japonya'da Teknopolis ve Türkiye'de Teknopark olarak bilinen bu merkezlerin amacı, "Yeni bir endüstriyel teşebbüs için fikri ve bir ön tasarımı olan genç, yetenekli fakat yeterli başlangıç

²⁶² ÇONKAR, a. g. e., s. 101-104.

²⁶³ ÇONKAR, a. g. e., s. 132.

²⁶⁴ Ekonomist Dergisi, "Risk Sermayesine Adım Adım...", Şubat, 1992, s. 14.

sermayesi bulamayan kişilere, işlerini kurup geliştirme çalışmaları yapabilmeleri için belirli bir altyapıya sahip işyerlerini, tercihen üniversiteler içerisinde kurup, bu kişilere çok cüz'i değerlerde kiralamak ve onlara başlangıç çalışmalarında gerekli teknolojik desteği vermek" şeklinde tarif edilebilir.

Teknoparkların kuruluş amaçları ülkeden ülkeye farklı özellik göstermekle birlikte genel amaçları, uluslararası ticarete rekabetin hızlandırılması ve klâsik imalat sanayindeki istihdamın azaltılması, yerel yönetimlerin ekonomik kalkınmaya katılımlarını artırarak teknolojik gelişmenin ve teknoloji üretiminin hızlandırılması, üniversite ile diğer araştırma kurumları potansiyelinin etkin olarak kullanılması temel faktörlerden sayılabilir.²⁶⁵

Teknoparklar, belli teknik bilgi birikimine sahip olan ve kafasında canlandığı piyasa değeri yüksek bir projeyi gerçekleştirmek isteyen herkese, teknik hizmet, şirket kurabilmesi için gerekli yer, teknik cihaz, alet, telefon v.b. hizmetleri vererek bu projeyi teşvik eder. Ancak belli bir projeyi gerçekleştirmek isteyen kişi ve kuruluşlara, bu projenin kritiğini yaparak gerçekleştirilebilirliği konusunda bir fikir verir. Sonuçsuz projeleri ise başta elimine ederek başarıyı maksimize etmeye çalışır.²⁶⁶

Yukarıdaki açıklamalardan anlaşılacağı gibi teknoparklar, işlevleri açısından, risk sermayesi kuruluşlarına en yakın kurumlar olarak görülebilir.

Teknoparklar genelde, üniversitelerin araştırma ve eğitim gücünü, sanayi kuruluşlarının kaynak ve ihtiyaçları ile plânlı bir şekilde biraraya getirmektedirler. Kuruldukları bölgede ihtisaslı insan kaynaklarını yoğunlaştırarak, bölgesel kalkınmaya hizmet eden, hem ülke içinde hem de uluslararası düzeydeki gelişmeleri izlemek suretiyle yeni ilişkiler kurulmasını sağlayan teknoparklar, ileri teknolojinin yoğun olarak ekonomiye aktarılmasına yardımcı olmakta, yeni teknoloji sanayilerin kuruluşunda beşik görevi yapmaktadırlar.

En önemli fonksiyonu, yeni buluşları gerçekleştirecek insan gücünü harekete geçirmek olan teknoparklar, belirli bir riski taşıyan ve ele alınan konulara bağlı olarak sonuçların kısa veya uzun vadede alınabildiği kuruluşlar olmaktadır.²⁶⁷

Batı ülkelerinin üniversite bağlantılı teknoparklarında girişim potansiyelinin ortaya çıkmasından sonra, üniversite bünyesinde ucuz ofis, laboratuvar, idari hizmetler, bilgisayar, kütüphane imkânı, işgücü (öğrencilerin kullanılması) sağlanarak ayrıca fon

²⁶⁵ İTAS, İzmir Bilim ve Teknoloji Parkı Hakkında Komisyon Raporu, İzmir, 1990, s. 2.

²⁶⁶ Mehmet KÜÇÜKÇİRKİN, Üniversite-Sanayi İşbirliği, Ülke Sanayisi ve Ekonomisi Açısından Önemi, TOBB Yayınları, Yayın No: 158, Ankara, 1990, s. 80-81.

²⁶⁷ Atilla GÜÇLÜ, Teknoparklar ve Savunma Sanayinin Geliştirilmesindeki Rollerini, Savunma Sanayi Müsteşarlığı Yayınları, Yayın No: 7, Ankara, 1991, s. 62.

ihtiyacı için risk sermayedarlarıyla ve bankalarla görüşmeler ayarlanır. Bir teknopark bünyesinde 20 yada daha fazla girişimci bulundurulur fon kaynakları, federal, eyalet, üniversite, vakıf, şahıs, şirket veya finansal kuruluşlardan da sağlanabilir. Bir örneği olarak Philadelphia'da kurulu ilk Teknopark olan University City Science Center, kâr amaçsız bir organizasyon olup, 28 üniversite ve kollejden oluşan ortakları ile yerel organizasyonlardan oluşmaktadır.²⁶⁸

Teknoparkların girişimcilere sağladığı fayda şöyle açıklanabilir.²⁶⁹

Girişimcilere sağlanan en önemli destek risk sermayesi olup, bu sermaye, girişimciyi prototip üretiminden seri üretimine kadar ayakta tutmaktadır. Bünyelerindeki proje değerlendirme merkezleri vasıtasıyla, girişimcinin pek çok projesi içerisinde başarı şansı en yüksek olanının ortaya çıkarılmasını sağlayarak, deneme ve yanılma gibi maliyetli bir süreci önler. Üniversiteden teknik ve akademik danışmanlık sağlayarak üniversitelerin donanımından faydalandırır. En önemlisi de, büro ve sekreteryâ hizmetleri vererek, finansman, yönetim ve pazarlama gibi sorunların ortaya çıkmasında teknopark yönetimi olarak devreye girerek yardımcı olur.

Ülkemizde teknopark kurulması fikri ilk olarak 1986 yılında ortaya atılmıştır. 1990 yılında ilk Teknopark merkezi İTÜ ile KOSGEB arasında imzalanan protokolün ardından, İTÜ bünyesinde hizmete açılmıştır. İTÜ-KOSGEB Teknoloji Merkezinin (Teknopark) ana görevi, yeni bir ürün veya ürün geliştirmeye yönelik fikirleri olan kişi ve kuruluşların, ürünlerini geliştirebilmeleri için ihtiyaç duyacakları her türlü teknik yardım, yer ve büro hizmetleri ile yönetim ve işletme becerisinin kazandırılması hususlarında yardımcı olmaktır.

Bu çerçevede 1991 yılında İTÜ-KOSGEB işbirliğiyle KOSGEB tarafından birkaç projeye destek verilmiştir. Bu projeleri içeren bilgiler Tablo 4.10 'da verilmiştir.

²⁶⁸ TUNCEL, a. g. e., s. 76.

²⁶⁹ ASOMEDYA, "Teknopark Dönemi Başladı", Ankara Sanayi ve Ticaret Odası Dergisi, Ekim, 1995, s. 14.

Tablo: 4.10- İTÜ-KOSGEB İşbirliğiyle Risk Sermayesi Verilerek

Desteklenen Projeler

<i>Proje Sahibi Şirket</i>	<i>Proje Konusu</i>
Altınay Robotik & Otomasyon Arkan Makine Sanayi (ARMAS) Beta Proses Özel Kimyasallar	Endüstriyel Robot Tasarımı ve Üretimi Yüksek Performanslı Fren Donanımı (A 300) Kompresörü Geliştirilmesi Girici Sıvı Tahribatsız Muayene Malzemelerinin Geliştirilmesi ve Üretimi
Elo Elektrik Sanayi	Bilgisayar Destekli Üretimde Donanım Tasarımı ve Üretimi
İTÜ-ETA Tasarım Merkezi İTÜ-EATA Vakfı Bilgisayar Ağları Merkezi	Uygulamaya Özgü Tüm Devre Tasarımı (ASIC) İleri Bilgisayar Ağları Tasarımı ve Uygulaması
Hisar Terazi Sanayi KOMSAN Kompresör Sanayi OSMAT Otomatik Satış Makinaları SAYKONSayısal Kontrol Sistemler.	Yük Hücresi İle Çarşan Elektronik Tartı Sistemi Kompresörlerin Mikro İşlemci İle Kontrolü Yonga Kart Kumandalı Konuşan Satış Otomatları 1. Üretim İzleme Modülü Tasarımı 2. Programlanabilir Lojik Kontrolör Tasarımı
BKS Bilgisayar Kontrol Sist.	Çok Kanallı Fiziki Büyüklük Ölçme Sisteminin Geliştirilmesi
Türkiye Yangından Korunma ve İtfaiye Vakfı	Yangın Güvenliği Araştırma Projesi

Kaynak: Nur ÖZTÜRK, "Risk Sermayesi Yolda", *Ekonomik Trend*,

Mart, 1994, s. 52.

Yakın zamana kadar tamamlanarak hayata geçirilen projeler olarak, KOMSAN'ın "Kimyasal ve soğutmalı tip hava kurutucusu imali" ile Marmara Plastik'in "Plastik endüstrisi için ileri teknoloji otomatik delici tasarımı" verilebilir.

Son yıllarda üniversiteler ile bölgesel sanayi kuruluşları arasında gelişen dayanışmaya tipik bir örnek de, Ege Bölgesi Sanayi Odası ile Ege Üniversitesi arasında kurulan Üniversite-Sanayi İşbirliği Geliştirme Merkezi (ÜSİGEM)'dir. 1986'dan itibaren çalışmaya başlayan merkez, bugüne kadar çok sayıda proje teklifi almasına rağmen, özellikle mali kaynaklarının kısıtlı olması sebebiyle, bunların önemli bir bölümü hayata geçirilemeyerek inceleme safhasında kalmıştır.²⁷⁰

İzmir Teknopark Ticaret A.Ş. (İTAŞ), 1988 yılında kurulmuş olup amacı, milli sanayimizin hızla gelişmiş ülkeler düzeyine çıkarılması ve sanayimize dış pazarlarda rekabet gücü kazandırılması için ilmi bilgilerin, araştırma ve çalışmaların sinai uygulamaya dönüştürülerek sanayicinin hizmetine sunmaktır.

Şirket, kısa vadede sanayici üzerinde, danışmanlık, ölçme ve kalite testleri, teknik denemeler, uzmanlık, teknolojik bilgi ve döküman sağlama, yeni ürün dizaynı,

²⁷⁰ İTAŞ, a. g. e., s. 18.

patent sağlama, teknoloji seçiminde yol göstericilik, üniversite buluşlarına pazar bulma v.b. konularda faaliyetlerde bulunarak çalışmaya başlamıştır.

Bunun yanı sıra uzun vadede ise, Bir proje geliştirme merkezi (incubator) çalışması vasıtasıyla, teknolojik yenileme ve teknolojik adaptasyon çalışmalarına yönelerek, teknolojik araştırmalarda iki yönlü güvenlik monitör sistemini geliştirmiş, küçük sanayiciler arasında müşterek teknoloji üretim ortaklıkları kurulmasını sağlamak yönünde çalışmalar plânlamıştır.²⁷¹

ODTÜ Teknopark A.Ş.'nin kuruluş amacı, üniversite kaynaklarının ve imkânlarının genişletilmesi ve böylece üniversite faaliyet hacmi etkinliğinin yükseltilmesi yanında, üniversite-sanayi işbirliği çerçevesinde ülkede teknolojik gelişmenin hızlandırılması ve ülke ekonomisinin uluslararası rekabet gücünün artırılmasıdır.²⁷²

İTÜ İleri Elektronik Teknolojileri Vakfı, İTÜ kampüsü içerisinde bir ASIC geliştirme merkezi²⁷³ kurma faaliyetlerine başlamıştır. Bu merkez, kurulacak olan vakıf tarafından finanse edilecek ve işletilecektir. Üniversite, ASIC teknolojisinin geliştirilmesi ve ülkeye mal edilmesi için çalışarak, bu merkezde üretilen ASIC'lerle üretim yapan firmalarsa, ülkenin dünya pazarlarında rekabet gücünü pekiştirmeye ve artırmaya çalışacaklardır. Bu merkezde geliştirilen teknoloji zaman içinde şirketlerin kendi bünyelerine geçecek ve ülkeye kazandırılacaktır.

Anadolu Teknoloji Araştırma Parkı, Eskişehir'de, Anadolu Üniversitesi, Türkiye Kalkınma Bankası ve Eskişehir bölgesinden birçok sanayicinin katılımıyla kurulan bir teknopark olup, şirketleşme aşamasına gelmiş bulunmaktadır.

Bunların yanı sıra KOSGEB'in, kuruluş yasasında belirtildiği şekilde, başta Ankara, İstanbul ve İzmir'de olmak üzere Teknoloji Geliştirme Merkezlerinin kurulmasına ilişkin çalışmaları bulunmaktadır. TÜBİTAK Marmara Bilimsel ve Endüstriyel Araştırma Enstitüsü, Boğaziçi Üniversitesi, Hacettepe Üniversitesi, Karadeniz Üniversitesi Mühendislik Fakültesi ve Selçuk Üniversitesi gibi kuruluşlar tarafından teknopark ve üniversite-sanayi işbirliğini geliştirmeye yönelik çalışmalar sürdürülmektedir.²⁷⁴

²⁷¹ GÜÇLÜ, a. g. e., s. 43-44.

²⁷² ODTÜ Teknopark A.Ş., *Ön Fizibilite Raporu*, ODTÜ, Ankara, 1989, s. 1-9.

²⁷³ ASIC: Application Specific Integrated Circuit kelimelerinin baş harflerinden oluşan elektronik teknolojisine ait bir terim olmakta ve bu merkez Batı'da Centre of Excellence (şahika veya mükemmeliyet merkezi) olarak adlandırılmaktadır.

²⁷⁴ GÜÇLÜ, a. g. e., s. 44-45.

Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, YÖK, DPT, HM, TÜBİTAK, KOSGEB, İTÜ, ODTÜ, Boğaziçi Üniv., Dokuz Eylül Üniv., Ege Üniv., Türkiye Teknoloji Vakfı ve 11 sanayi odası temsilciliklerinden oluşan Teknoloji Kurulu, "Teknoloji Geliştirme Bölgeleri" nin kurulması için yasal düzenleme çalışmaları yapmıştır.

Yasa tasarisına göre,

- Küçük ve orta ölçekli sanayicilerimiz yeni teknolojilere uyum sağlayabilecek ve yeni ürünler geliştirme imkânları bulabilecektir.

- Üniversiteler ile kamu ve özel araştırma kurumlarındaki bilim ve teknoloji altyapısından, sanayicilerimiz ve müteşebbislerimiz faydalanabilecektir.

- Yukarıdaki hususlar aracılığıyla teknoloji transferinin hızla gerçekleşmesi sağlanarak, yenilikçi ürün ve üretim anlayışı uygulanabilecektir.

- Yenilikçi ve üretken işadamlarımıza daha iyi iş kurma imkânları verilerek, ileri teknolojilere dayalı geniş istihdam imkânları oluşturulacaktır.²⁷⁵

Risk sermayesi yoluyla teknoloji üretimi ve transferini Batı'daki uygulamalarıyla şu şekilde açıklayabiliriz.²⁷⁶

Risk sermayesi şirketleri firmalara olan yatırımlarını, henüz lisans almamış ve uygulamaya geçmemiş, kendilerini finanse edecek kuruluş arayan mucitlere ve firmalara yapmaktadırlar. Şirket, yeni buluşların mukayese ve değerlendirmesini yaparken hem teknik açıdan hem de pazarlama yönünden mümkünlüğünü araştırmaktadır. Yeni teknolojilerin teknik açıdan fizibilitesi, idari danışman durumundaki kuruluşlarda yada ar-ge merkezleri laboratuvarlarında yapılmaktadır.

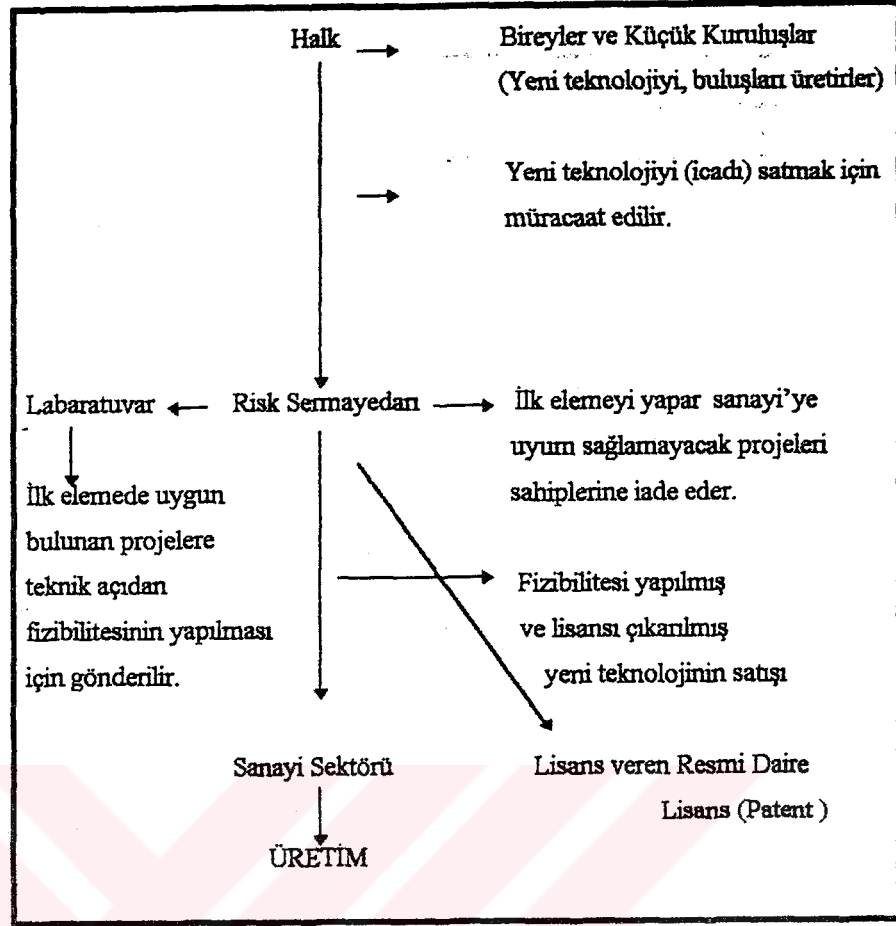
Risk sermayesi şirketi ilk olarak satın aldığı projelerin lisansını çıkarmakta (patentini almakta) ve daha sonra projeleri, imalat sanayi'ne satışı için teklifte bulunmaktadır. Şirket, projeleri elden geldiği kadar yerli sanayicilere satmaya çalışmakta, mümkün olmadığı takdirde ülke dışındaki firmalara da satış yapmaktadır. Burada risk sermayesi şirketinin kârını, yeni teknolojinin alım fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark teşkil etmektedir.

Bu faaliyetleri risk sermayesi şirketleri yapabildiği gibi özel sektör kuruluşları da yapabilmektedir.

4.2. no'lu şekilde risk sermayesi aracılığıyla yeni teknolojinin sanayi'ye kaydırılması görülmektedir.

²⁷⁵ Alın ÇAKMAKÇI, "Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Yasa Tasarısı Hazırlandı", Ankara Sanayi Odası Dergisi, ASOMEDYA, Ekim, Ankara, 1995, s. 13.

²⁷⁶ ŞENYUVA, a. g. e., s. 25-26.



Şekil 4.2. Risk Sermayesinin Sanayiye Aktarılması

Kaynak: ŞENYUVA, a. g. e., s. 27.

Sonuç olarak Türkiye, rant ekonomisi yerine, üretim ekonomisini seçmelidir. Geleceğin seçenekleri, fikir ve buluş üretenlerin olacaktır. Bu amaçla Üniversitelerin ve endüstrinin, ileri teknoloji ufkunu birlikte yakalaması gerekmektedir. Nitelikli insan geliştirme ve onu ekonomiye kazandırmak hedef olduğuna göre bu iki kesimi en verimli biçimde biraraya getirecek olan teknoparklar, iyi bir çözüm olmaktadır. Ancak Teknopark kurmak oldukça pahalı ve riskli olmasına rağmen kalıcı ve onurlu bir yatırımdır.²⁷⁷ Bu yüzden risk sermayesi misyonunu ifa edebilecek teknoparkların, büyük kuruluş ve firmalarca kurulması ve buluşçunun desteklenmesi konularında, sözkonusu kuruluş ve firmaları yeni görevler beklemektedir.

Teknoparkların arzulan hedeflere ulaşabilmesi için, üniversiteler bazında, enstitülerden mezun olacak yüksek lisans veya doktora öğrencilerinden, fikir ve araştırmaları pazarlanabilir ürün ve hizmetlere dönüştürülebilecek olanlara, risk

²⁷⁷ Muazzez BABACAN, "Yolun Çok Başındayız", Ankara Sanayi Odası Dergisi, ASOMEDYA, Ekim, Ankara, 1995, s. 16.

sermayesi (venture capital) ve yatırım sermayesi gibi imkânlar sağlayan kuruluşlar yoluyla destek olunmalıdır.²⁷⁸

Teknoparklar, bir istihdam alanı olmamakta ancak orta ve uzun vadede yeni istihdam alanları açabilecek potansiyeli taşımaktadırlar. Teknoparkların başarısının ya da beklenen sonuçlarının çalışılan konuya göre değişerek, belli biçimlerde risk taşıma özelliğinin bulunması, kuruluşunda ve işleyişinde, teknopark kuruluş sermayesi ile girişimcilere ayrılacak işletme ve risk sermayesi ihtiyacını doğurmaktadır.²⁷⁹

İleri teknoloji sahasındaki çalışmalarını teşvik etmek ve KOBİ'lerin modernizasyonunu hızlandırmak üzere bir sermaye mekanizmasının kurulması gerekmektedir.

Bazı ülkelerdeki teknoparklarda uygulanan ve yerel büyük sanayi ve ticaret kuruluşlarının belli miktarlarda katkılarıyla oluşturulan risk sermayesi yatırım aşamalarından "çekirdek sermayesi" fonları gibi finansal organizasyonlar kurularak, teknoparkta girişimci olmaya hak kazananların park yönetimi aracılığıyla bundan istifade etmeleri sağlanmalıdır.²⁸⁰

Önceki sayfalardaki açıklamalarda da görüldüğü gibi, teknoparkların amaçları ile risk sermayesi amaçları çok yakından ilişkili bulunmaktadır. Ancak burada doğrudan finans desteği yerine, fon temin edecek veya teşvik sağlayacak kuruluşlarla bağlantı kurulmaktadır. Bu tip fon temini, risk sermayesi yatırım tutarının artırılmasına veya hisse senetlerinin değer kazanmasına kadar geçecek olan süre içerisinde "köprü finansmanı"nın önem kazanmasına yol açmaktadır.²⁸¹

4.5. Türk Risk Sermayesinin İşleyiş Verimliliğini Engelleyen Durumlar

4.5.1. Fon Temini Açısından

Türk risk sermayesi modeli için en önemli husus, uzun vadeli sermaye kaynaklarının mevcudiyetidir. Kurulacak risk sermayesi şirketlerinin sermaye sağlayabilecekleri kaynaklar, "Türk Risk Sermayesi Sektöründe Kullanılabilecek Fon Kaynakları" başlığı altında incelenmiş bulunmaktadır.

Türkiye'de halihazırda risk sermayesi sisteminin henüz yaygın bir şekilde işlemiyor olmasının sebebi bu kaynakların bazılarının yetersiz olması bazılarının da risk sermayesi yatırımına girmeye cesaret edememesidir.

²⁷⁸ GÜÇLÜ, a. g. e., s. 65.

²⁷⁹ ASOMEDYA, a. g. m., s. 13.

²⁸⁰ GÜÇLÜ, a. g. e., s. 66.

²⁸¹ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 19.

Tüm bu fon kaynaklarının kritiği aşağıda incelenmiştir.

Kamu fonları halihazırda teşvik mevzuatı kapsamında kredi olarak kullanılmaktadır. Bu fonlardan KOSGEB'in kullandığı fon, bazı ortak girişimlerde kullanılmaktadır. Diğer kamu fonları ise, hükümet politikası çerçevesinde ucuz kaynak olarak aktarılmaktadır. Risk sermayesi amacıyla kullanılması gündeme gelen kaynaklarsa, son altı yıldır tartışılmasına rağmen halen sektöre intikal ettirilememiştir.

THB ve TKB'nin risk sermayesinin gündeme gelişinden beri etkin bir rol üstlenmeleri öngörülmesine rağmen bu bankalara Hazineden kaynak aktarımı yapılmadığından uygulamada risk sermayesi anlamında bir faaliyet gösterememektedirler.

Ticari bankalar ise, dünya uygulamasında bile risk sermayesi'ne fazla girememektedirler. Genelde kısa vadeli fon topladıklarından uzun vadeli plasmaya yanaşamamaktadırlar. Türkiye açısından yatırım süresi çok daha kısa ve belirsizlik ortamı hakim olduğundan, bankalar bu tür riskli uygulamalara girememektedirler.²⁸²

Ancak Vakıfbank'ın Nisan 1996'da kurmuş olduğu "Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş." bankacılık adına ilk adımı atarak öncülük görevini görmüştür.

Türkiye'de sigortacılık sektörü ise henüz çok yeni olup, 35'i Türk 15'i yabancı olmak üzere 50 firma yer almaktadır. Bunların prim istihsalı 8 Trilyon TL'yi aşmaktadır. Sigorta şirketlerinin menkul kıymetleri, aktiflerinin % 31,8'ini oluşturmakta olup, bunun yalnızca %17'sini hisse senetleri oluşturmaktadır. Ülkemizdeki sigorta şirketlerinin tahvilleri, kanuni teminatlarına karşılık tutmaları ve hisse senetlerinin riskinden kaçmaları onları, risksiz devlet tahvillerine yöneltmektedir. Risk sermayesi sektörü için sigorta şirketlerinin eli kolu, devletin karşılıklar politikası yüzünden bağlanmıştır. Ancak bu durum böyle olmasa da kaynakları, en küçüğü 500.000 dolar'dan başlayan risk sermayesi yatırımları için yeterli gelemeyecektir. Zaten uzun vadeli fon sağlayabilecek sigorta şirketi, hayat sigortası alanında olabilir ki bunlarında toplam prim istihsalindeki payları da sadece % 19,23'dür.²⁸³

SSK ve emekli sandığı gibi sosyal güvenlik kurumları artık dağıtım sistemi olarak işlemekte, bu sistemde yatırım yapacak yeterli fon birikimi oluşmamaktadır.

Uluslararası Fon Kuruluşu IFC ve uluslararası risk sermayesi şirketleri, risk sermayesi'ne özel sektörün ilgi göstermesini beklemektedir. IFC halihazırda şirketlere finansman sağlamaktadır. Dünya Bankası kaynaklı krediler kullanılmakta, fakat bu

²⁸² TUNCEL, a. g. e., s. 124-125.

²⁸³ Sigorta Murakabe Kurulu, 1992 Yılında Türkiye'de Sigorta Faaliyeti Hakkında Rapor.

aksiyon, risk sermayesini esas alan firmalara yönelememiştir. Bunun için risk sermayesi şirketlerinin kurulması beklenmektedir.

Özel sektör ise, yüksek enflasyonist ortamda fon temini sıkıntısı yaşamakta ve henüz risk sermayesine yöneltecek fonları yoktur. Keza vakıf ve yardımlaşma sandıklarının da yeterli fonları ve hacimleri yoktur.

ÖFK'lar, risk sermayesi yatırımı yapma imkânları vardır ancak ÖFK tecrübesi (dolayısıyla mudaraba sistemi), ülkemizde risk sermayesi için henüz yeterli ortamın olmadığını göstermektedir. Kısa vadeli fon temin edip uzun vadeli yatırım yapmak kurum bazında doğru görülmemektedir.

Tüm bu karamsar tabloya rağmen, İTÜ-KOSGEB işbirliği projeleri gibi, özellikle ABD ve Avrupa'da uygulamaları görülen bilim parkları şeklinde üniversite sistemine bağlı (vakıflarında kapsayan) üniversite-sanayi işbirliğinde teknoloji üretim merkezlerinin kurulması, Türk risk sermayesi endüstrisi için umut verici bir ışık olmaktadır. Bu merkezlerin tek başına yetersiz kalmaması için, diğer kaynaklar da katılmalı, deneme mahiyetinde bile olsa fonların yatırımlara aktarılması sağlanmalıdır.²⁸⁴

4.5.2. Yatırım Çözülmesi (Likiditasyon) Açısından

Risk sermayesi firmasının çıkış aşamasında, yurt dışı uygulamalarda, halka açılma, ikinci şahıslara satış, bir başka şirketçe satın alınma (acquisition) ve yatırım yapılan firma tarafından satın alınma yolları görülmektedir.²⁸⁵

Halka arzlarda SPK Seri: VIII, No:22 "Satış Yöntemleri" Tebliğine uyulması gereklidir. Bu tebliğ uyarınca Borsa 'da işlem gören ortakların borsada satış yöntemlerini kullanması zorunludur. Diğer ortaklıklar, sabit fiyatla talep toplama ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama metodlarından birini uygulamak zorundadırlar.

SPK'ca kayda alınma, hisse senetlerinin borsa'da işlem göreceği anlamına gelmemektedir. Borsa'da işlem görmek, İMKB yönetmeliği çerçevesinde, borsa yönetim kurulu'nun uygun görmesiyle mümkündür.

Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'nin 11. maddesine istinaden çıkarılan İMKB yönetmeliğinin 9. maddesinde, başvurunun, ilk defa kotasyon yaptıran ortaklıklarda başvuru tarihine

²⁸⁴ TÜRKCAN, a. g. m., s. 18-19.

²⁸⁵ Selim SOYDEMİR, "Risk Sermayesi, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Gazi Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayınları, Sayı No: 11, Ankara, 1994, s. 87.

kadar ihraç edilen bu tür menkul kıymetlerin tamamını kapsayacak şekilde, daha önce borsa'da menkul kıymetleri bulunanlar içinse öncekileri tamamlayacak şekilde kotasyonu içereceği hükmü yer almaktadır.

Borsa kotuna alınacak ortaklığın, ortak sayısının 100'den fazla ve ödenmiş sermayesinin en az % 15'inin halka arz edilmiş olması, kuruluşundan itibaren en az 3 yıl geçmesi, sermayesinin en az % 25'inin 100 kişiden fazla kişinin elinde olması, Borsa yönetiminin mali yapısının sağlıklı olduğunun kabul edilmesi ve en az 500 milyon TL. ödenmiş sermayesi olması şartları aranır.

Yukarıdaki tebliğ maddelerinden, Türkiye'de geçmiş olmayan yeni firmaların resmi bir borsa olan İMKB'de işlem görmesinin mümkün olmadığı anlaşılmaktadır. Ancak halka açılmalarda borsada işlem şartı yoktur ve birincil piyasada halka arzlar izlenmektedir. Bunun arkasındaki asıl etkenin, ikincil piyasada bu hisse senetlerinin işlem göreceğinin beklenmesi olduğu söylenebilir fakat en azından teorik ve hukuki bakımdan bir OTC (tezgahüstü piyasa) piyasanın olmaması halka açılmaya engel değildir. Bunun dışında üçüncül kişi ve kuruluşlara blok satışlar yolu da açıktır. Yine de İMKB, son dönemlerde bir OTC piyasa için altyapı ve know-how çalışmalarına başlamıştır.²⁸⁶

Literatürde kote edilmemiş menkul kıymetlerin alım-satımı için OTC şart görülmesine rağmen, İMKB yönetmeliğinin 12. maddesi uyarınca, yönetim kurulunun kararı ile, bu tip kıymetler borsada işlem görebilmektedir.²⁸⁷

Henüz ülkemizde kote menkul kıymetler borsasının sığ ve zayıf olduğu ve OTC için erken olduğu söylenebilir fakat yakın gelecekte bir OTC piyasası ihtiyacı doğacaktır.

Girişim şirketi hisse senetlerinin, yatırımcı ve girişimci şirket dışında üçüncü bir şahsa veya şirkete satılması ise her zaman mümkün olmaktadır. Hissedarların ellerindeki hisseleri halka arzı, SPK Seri: 1, No: 14 Tebliği hükümleri dahilinde düzenlenmiştir. Bu tebliğ uyarınca,

- Halka açık olmayan ortakların hisse senetlerini, borsa kotuna alınmış olsun veya olmasın hissedarları tarafından halka arzı,

- SPK kaydına alınmış ortakların hisse senetlerinin, hissedarları tarafından halka arzı,

²⁸⁶ TUNCEL, a. g. e., s. 128.

²⁸⁷ SARIASLAN, a. g. m., s. 15, TÜRKCAN, a. g. m., s. 17.

- Ortak sayısının 100'ü geçmesi sebebiyle, Kanun hükmünce hisse senetleri halka arzedilmiş sayılan ortakların hisse senetlerinin hissedarları tarafından halka arzı, tebliğ hükümlerine tabidir.

Tebliğ'in 4. mad. hükmünce; halka arz edilecek hisse senetlerinin nominal değeri en az 100 milyon TL. olmalı veya nominal sermayeye oranı % 15 olmalıdır. (Seri:1, No: 14 Tebliği ve Seri: 1, No: 13 Tebliği, 29.2.1996 tarih ve 22559 sayılı R.G.'de yeralan Seri: 1, No: 22 "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği" ile kaldırılarak içerik olarak birleştirilmiş ve hükümleri düzeltilmiştir. Halka açılacak minimum tutar 5 milyar TL. olmuştur.)

Yatırım yapılan şirket'in kendi hisse senetlerini satın alması, TTK'nun 329. mad. hükmünce mümkün değildir. Şirket kendi hissesenetlerini satın alamaz, rehin olarak kabul edemez. Bu sonuçları doğuran anlaşmalar hükümsüzdür. Bu maddenin istisnaları arasında, yatırım yapılan şirketin kendi hisselerini satın almasını haklı çıkaracak bir hüküm bulunmamaktadır. Zaten bu tür devir veya alımlarda hemen hisse senetlerinin elden çıkarılması şarttır. Bu uygulama kote olmamış şirketler için İngiltere'de yapılmaktadır.²⁸⁸

4.5.3. Ar-Ge Açısından

Ar-ge harcamalarının yetersizliği risk sermayesinin uygulanabilirliği açısından önde gelen sorunların başında yer almaktadır. Türkiye'de ar-ge harcamalarının Milli Gelire oranı % 0.33'tür. Oysa bu oran Batı'nın gelişmiş ülkelerinde % 2'nin üzerindedir.

Aşağıda bilimsel ar-ge faaliyetlerini destekleyecek tedbirler yer almıştır.

- Ar-ge faaliyetlerinin desteklenmesi somut katkılarla olmalı, bu amaçla kurumlar ve gelir vergisi kanunlarında, gerçek araştırma harcamalarına teşvik veya istisna sağlayacak düzenlemeler yapılmalıdır.

- Özel sektör, kamu veya üniversite bağlantılı özel statülü kuruluşların kuracağı Ar-ge amaçlı kuruluşlarca ithal edilecek araç ve gerece gümrük indirimi sağlanmalıdır. Buna örnek olarak, İTÜ-KOSGEB teknopark kuruluşu gösterilebilir.

- İstisna ve muafiyet kapsamına alınacak Ar-ge konusu harcamalara sağlanacak desteğin Türkiye'nin sanayi önceliklerine göre belirlenecek bir teşvik sistemi ile paralel olarak yürütülmesi sağlanmalıdır. Böylece sanayileşmede önceliği belirlenen sektörlere ilişkin Ar-ge harcamaları desteklenmiş olacaktır.

²⁸⁸ TUNCEL, a. g. e., s. 127.

- Ar-ge kuruluşlarına fon biriktirme, ithalat yapma gibi ayrıcalıklar sağlanmalı, bu amaçla belli devlet kuruluşları fon tahsis edebilmelidir. Buna örnek olarak da KOSGEB'in fonu ve teknoloji geliştirme fonu verilebilir.²⁸⁹

- İleri teknolojilerin izlenmesi ve incelenmesi amacıyla TÜBİTAK ile Teknik üniversiteler arasında iletişim ağı sağlanmalıdır. TÜBİTAK, devletin öncelik verdiği sektörlerde başta olmak üzere, sürekli yayınlarla teknolojiyi harekete geçirme görevini üstlenmelidir.

- Transfer edilen ve üretilen bilgilerin toplanacağı bir bilgi bankası kurularak patent ve lisanslara ilişkin verilerin bu bankada yer alması sağlanmalıdır.

- İleri teknolojilerin üretilmesi ve adaptasyonu konulu bölgesel merkezlerin, o bölgedeki üniversiteler ve sanayi kuruluşlarıyla irtibatlanması sağlanmalıdır.

-Yükseköğretim kurumlarında araştırma laboratuvarları merkezleştirilmeli, bölgesel laboratuvarlar ve bölgesel teknoloji merkezlerine yönelinmelidir.

- Teknoloji bazlı doktora tezlerine, kurslara, eğitim organizasyonlarına teşvik edici mali ve onur ödülleri sistemi uygulanmalıdır.²⁹⁰

- DİE'nin 1994 yılı yayınında ar-ge harcamalarının GSMH'deki payının % 05,5'e yükseldiği belirtilmiştir. Ancak bu son derece yetersizdir. Bu miktarın % 68'ini Yükseköğretim, % 24'ünü Özel Ticari kesim, % 8'ini Kamu kesimi gerçekleştirmektedir. Harcamaların % 64'ünü kamu, % 34'ünü ticari kesim, % 0,4'ünü ise yurtdışı organizasyonlar finanse etmektedir. Ar-ge payının en azından % 1'e çıkarılması hedeflenmelidir.

- Bütün ileri ülkelerde olduğu gibi Ar-ge faaliyetlerini koordine eden başbakana bağlı bir müsteşarlığın kurulması gereklidir. Bu kuruluş sanayi ve üniversitelerin uygulamaya ve yeni teknoloji üretimine dönük ar-ge faaliyetlerini teşvik ve yönlendirme yapmalıdır. Mevcut fonlardan veya yeni fon kurularak bu ar-ge müsteşarlığının emrine verilmelidir.

- Toplam ar-ge harcamalarının sanayi kesimindeki payının %24 civarında olması, özel sektörün kalite kontrolünün ötesinde ciddi bir uğraşı olmadığının ifadesidir. Bu yüzden ar-ge harcamalarının üniversite ile beraber çoğunlukla sanayide ve özel sektör aracılığıyla yürütülmesi gereklidir.²⁹¹

²⁸⁹ ŞENYUVA, a. g. e., s. 49-50.

²⁹⁰ Gülgün AKBABA, "Kalkınma İçin Çıkış Noktası, Bilim ve Teknoloji", *Bilim ve Teknik Dergisi*, Eylül, 1994, s. 62.

²⁹¹ Soner AKSOY, "Bilim Politikası ve Sanayi-Üniversite İşbirliği", *Zaman*, 10 Aralık 1994, s. 6-7.

- Bütçeden üniversitelere ayrılan ar-ge fonlarının dağıtımında eşitlik değil, altyapı yeterliliği gözetilmelidir. Ayrıca üniversitelerdeki araştırmacı kadroların gelirleri iyileştirilmelidir.

- YÖK'ün, BİLKENT'in, TÜBİTAK'ın ve KOSGEB'in dokümantasyon sistemleri, merkezi bilgi bankasına bağlanmalıdır.

- Üniversite bağlantılı özel kuruluşlarda ve kamu kuruluşlarında desteklenip yeşertilen projelerin, ticari uygulamaları üzerine çalışacak bir Milli Teknoloji Merkezi kurulmalıdır. Bu merkezin geliştirdiği teknolojinin desteklenmesi için yatırım ortaklığı şeklinde ticari faaliyet göstermesi gerekmektedir.

- Milli Teknoloji Merkezi ilmi desteğini desteğini yukarıda saydığımız kuruluşlardan alabilirler. Merkeze gidecek projeleri ise KOSGEB rasyonel olarak seçebilir.

Ülkemizde risk sermayesine yönlenebilecek devlet kaynakları sınırlı olduğundan, selektif seçim kriterleriyle belirlenen bir-iki sektöre ağırlık verilebilir. Böylece kaynakların teknoloji dışındaki sahalara dağılımı önlenmiş olur. Ancak bunun muhtemel sakıncası, saha sınırlaması altında proje bulmanın zorluğu olabilir.²⁹²

Ayrıca yurt dışına olan beyin göçü, Türkiye'nin teknoloji alanında acilen çözmesi gereken diğer bir sorundur.

Teknoloji imalatçısı olmayan Türkiye'nin risk sermayesinde başarılı olması için, teknolojik atılım, beyin göçünün önlenmesi, teknoloji transferinin hızlandırılması ve ar-ge harcamalarının artırılması mutlaka sağlanmalıdır.

4.6. R.S.Y.O. İlişkin Tebliğ ve Düzenlemeler

24.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun'la değişik, 28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, risk sermayesi kavramını, Türk hukukuna kazandırmıştır. Sermaye Piyasası Kanununun 2. mad'de, "Sermaye piyasası araçları, bu araçların ihracı, halka arzı ve satışı, bunları ihraç veya halka arz edenler, bu Kanunun 40. maddesi çerçevesinde borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalar, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları ve Sermaye

²⁹² TUNCEL, a. g. e., s. 145-146.

Piyasası Kurulu bu Kanun hükümlerine tabidir" demektedir. Yine aynı Kanun'un 22. mad. (c) fıkrası uyarınca; risk sermayesi yatırım fonları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yönetim şirketlerinin denetlenmesi yetkisi SPK'ya verilmiştir.

Bu kanun hükümlerince RSYO, RSYF ve RSYŞ olarak üç tip kurum öngörülmüştür. Teşkilatlanmış diğer piyasalar tanımı içerisinde de ileride oluşturulabilecek OTC piyasalar yer almış olup, risk sermayesi'nin likidasyonu açısından yapılacak düzenlemelerde SPK yetkili kılınmış ve önü açılmıştır.

06. 07. 1993 tarih ve 21629 sayılı R.G.'de yayımlanarak yürürlüğe giren RSYO Tebliği; kuruluş, faaliyet, yönetim ilkeleri ve tasfiyeye dair esasları düzenlemektedir.

Risk sermayesi yatırımının tanımı, Tebliğin 3. maddesinde: "Türkiye'de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli olan ve menkul kıymetlerinin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarım biçimine risk sermayesi yatırımı denir." şeklinde tanımlanmıştır.

"Girişim şirketlerinin, sinai uygulama veya ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini amaçlamaları veya etkinliklerini bu doğrultuda gösteriyor olmaları ya da yönetim, teknik ve sermaye desteği ile bu doğrultuya girebilecek nitelik göstermeleri şarttır."

RSYO ise; kayıtlı sermayeli olarak kurulan, çıkarılmış sermayelerini esas olarak sermaye kazancı elde etmek amacıyla risk sermayesi yatırımlarına yönelerek, risk sermayesi yatırım faaliyetinde bulunan ortaklıklardır.

RSYO'nun kuruluş şartları (4. mad.)

- Kayıtlı sermayeli A.Ş. şeklinde kurulmaları,
- Başlangıç sermayelerinin 100 milyar TL'den, kayıtlı sermayelerinin 300 milyar TL'den ve pay bedelinin 250 milyon TL'den az olmaması,
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması ve nama yazılı olması,
- Ortaklık süresinin 5 yıldan az olmaması,
- Esas sözleşmelerinin TTK, SPK ve tebliğ hükümlerine uygun olması, kurucuların tebliğ'deki şartları taşıması aranır.
- Yabancı ortakların, 6224 sayılı Kanun gereği izin almış olmaları şarttır.

- Kurucuların hükümlülüklerinin olmaması, SPK'na muhalefetten hüküm giymemiş olmaları, müflis olmamaları, faaliyetlerine sürekli veya geçici ara verilen kuruluşlarda, borsa üyeliğinden geçici veya sürekli çıkarılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tespit edilmiş bulunan kişilerden olmadıklarının beyanı şartları aranır. RSYO'lar tedrici usulde veya ani olarak kurulabilirler.

RSYO'ların yapamayacakları işler (mad. 18.)

- Ödünç para verme işleriyle uğraşamazlar,
- Mevduat toplayamazlar, mevduat toplama sonucunu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar,
- Ticari, sınai, ve zırai faaliyetlerde bulunamazlar,
- Risk sermayesi yatırımı dışındaki sermaye piyasası etkinliklerinde bulunamazlar.

Yatırım sınırlamaları (mad. 19.)

- RSYO'ların, sermayelerinin %10'undan fazlasına sahip olan hissedarlarının, yönetim kurulu üyelerinin, genel müdür ve birim sorumlularının ayrı ayrı veya birlikte sermayelerinin %10 veya daha fazlasına sahip oldukları ortaklıklara yatırım yapabilmeleri için esas sözleşmelerinde açık hüküm bulunması gerekir.
- RSYO'lar yatırım yaptıkları girişim şirketlerinin menkul değerlerini en fazla 10 yıl süreyle portföylerinde tutabilirler.

Yönetim ve danışmanlık ilkeleri (mad. 20-21.);

- Girişim şirketlerinin yönetimine katılarak bu şirketlere danışmanlık ve yöneticilik hizmetleri sunabilirler.
- Diğer RSYO'lara yatırım yapamazlar.

Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı veren hisse senedi ihracı dışında imtiyazlı hisse senedi ihraç edemezler.

- Faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla menkul ve gayrimenkul mal edinemezler. Bu miktar ve değer, çıkarılmış sermayelerinin %10'undan fazla olamaz.
- Girişim şirketlerine yapacakları yatırımlarını, tarafların hak ve yükümlülüklerini gösteren bir yatırım sözleşmesi çerçevesinde yaparlar.

- Esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve yönetim kurulunca karar alınmak kaydıyla, faaliyetleriyle ilgili konularda kullanılmak üzere teknik ve girişim şirketlerinin seçimine ve yatırımlarının yönetimine ilişkin olarak uzmanlaşmış kişi ve kuruluşlardan danışmanlık hizmeti alabilirler.

RSYO'larda sır saklama (26. mad.).

- RSYO yönetim kurulu üyeleri, diğer personeli ve pay sahipleri, yasal düzenlemeler ve yasal olarak bilgi edinme yetkisini haiz mercilerce talep edilmesi halleri hariç olmak üzere RSYO'nun yatırım yaptığı veya yapmayı plânladığı şirket veya projeler konusunda elde ettikleri gizli bilgileri açıklayamazlar ve kullanamazlar.

RSYO'lara ilişkin, ülkemizdeki düzenlemenin özellikleri olarak şunlar sıralanabilir.²⁹³

- Tebliğ'de risk sermayesi sistemi, uzun vadeli, faizsiz ve vergi teşvikli bir finansman kaynağı sağlayacak şekilde düzenlenmiştir.

- Dünya'daki başarılı risk sermayesi yatırımları, teknoloji yoğun sektörlerde, hizmet ve sanayi işletmelerinde görülmüştür. Oysa ülkemizdeki düzenlemede, yatırım yapılacak sektörler açısından bir sınırlama getirilmemiş olup, yalnızca gelişme potansiyeli taşıma niteliği aranmıştır.

- RSYO'larda kamu ağırlığı yerine özel kişi ve kuruluşların kontrolü hakim olmuştur. Ancak Kamu olsa olsa sistemi düzenleyici, yönlendirici ve denetleyici bir rol oynayabilecektir. RSYC yönetiminin oluşturulmasında ise, kamu ya da özel sektör açısından bir sınırlama bulunmamaktadır.

- RSYO yöneticisinin, risk sermayesi sisteminin özüne uygun bir şekilde sermayedarlar karşısında özgür kalabilmesi ve müdahaleye tabi olmaması konusunda düzenlemeye bazı önlemler konulmuştur. Ancak, bunun sağlanabilmesinin esas güvencesi, SPK'ca yürütülecek olan gözetim ve denetim faaliyetleridir. Bu sayede gerçek anlamda bir profesyonel denetim ve kurumlaşma sağlanacaktır.

- Yapılan düzenlemeyle girişim şirketlerinin, fizibiliteden, başlangıç, tutundurma ve genişleme aşamalarına kadar her aşamada finansmanı imkanı getirilmiş olup, bütün bu aşamalarda gerek yönetime el koyma gerekse yönetime karışmama şekillerinde bir finansman serbestliği sağlanmıştır. Yani her aşamada, her türlü finansman esnekliği görülmektedir.

²⁹³ Caner ERTUNA, "Türkiye'de Risk Sermayesi Sistemi", Yaklaşım, Sayı:11, Kasım, 1993, s. 24.

Yukarıdaki özelliğiyle, ülkemizdeki risk sermayesi sistemi, yeni buluşların yanısıra, gelişme potansiyeli olan mevcut üretim faaliyetlerinin finansmanına da imkan tanımakta, ve bu yapılırken de MBO, LBO, mezzanine financing gibi her tür yönetim sözleşmesine cevaz vermektedir. Bu esneklik sayesinde risk sermayedarı, teknik ve idari bilgisini sokabilecek, fizibilite çalışmalarına, kuruluş ve yönetime katılabilecek, organizasyon konusunda ve diğer idari konularda katkıda bulunabilecektir. Bu da ülkemizin ihtiyaç duyduğu mevcut iyi yönetilemeyen şirketlerin yeniden yapılanmasını sağlayacak bir imkandır.

-Yatırım Ortaklıkları Tebliği Seri:VI, No:14'de, Yatırım ortaklıklarının alabilecekleri kredilere ve ihraç edebilecekleri borçlanma senetlerine ilişkin 19. mad. ile sınırlama getirilmiş olmasına rağmen, RSYO'lara ilişkin tebliğ'de borçlanmaya ilişkin herhangi bir sınırlamanın bulunmaması, kaynak temini açısından sakınca oluşturmayacak bir özellik göstermektedir.²⁹⁴

- Risk sermayesi sistemine giriş kadar çıkış usulleri de düzenlemede serbest görülmekte, çıkışta "mergers ve acquisitions" denilen şirket evlilik ve ele geçirmelerinin her türü ile halka arz, borsada satış ve blok satış gibi yöntemler kullanılabilir. Bunun sermaye piyasalarını geliştirici etkisi olduğu söylenebilir.

- Yatırım yapılacak girişim şirketlerinin, gelişme potansiyeli olan, ancak iyi yönetilemeyen kamu işletmeleri arasından seçilebilme imkanı vardır. Bu, özelleştirme faaliyetlerinde, risk sermayesi sisteminden faydalanabilmesini sağlayan bir husustur.

- Yapılan düzenlemeyle, risk sermayesinin yeni bir sektör oluşturması hedeflenmektedir. Bu sektör içerisinde RSYO'lar öncül ve merkezi bir rol oynayacaktır. RSYO'ların faaliyete geçmesiyle birlikte, risk sermayesi yönetim ve danışmanlık şirketleri oluşacak, risk klinikleri, risk ölçme, değerlendirme ve kontrol merkezleri ve bir çok risk sermayesi şirketlerinin biraraya geldiği "yatırım havuzları" kurulabilecektir.²⁹⁵

Ayrıca girişimcilik, bilim, teknoloji ve ihracatı geliştirme konularında faaliyet gösteren kuruluş ve birlikler gelişerek, bu sisteme entegre olacaklardır. Bunun beyin göçünü de azaltması beklenebilir. Bu yepyeni sektör giderek kendi çalışma usullerini ve kurallarını yerleştiren bir çerçeveye kavuşacaktır.

²⁹⁴ TUNCEL, a. g. e., s. 131.

²⁹⁵ ERTUNA, a. g. e., s. 25.

4.6.1. Risk Sermayesi Sektörünün Vergi Kanunları Karşısındaki

Durumu

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8. mad. 12-c bendine göre, Risk Sermayesi Yatırım Fonları ve Ortaklıklarının kazançları Kurumlar Vergisi'nden istisna tutulmuştur. Aynı zamanda bu kurumlardan kazanç elde edenlerin de teşvik edilmesi ve bu kurumların "Asgari Kurumlar Vergisi"nden aksi yönde etkilenmemeleri için K.V.K. ve G.V.K.'nun verdiği yetkilerle ve Bakanlar Kurulu'nun aldığı kararlarla²⁹⁶ gerçek kişiler "0" oranında stopaja tabi tutulmuştur. Aynı kararlar bu kuruluşlardan tüzel kişiler tarafından elde edilen kazançlar % 10 oranında tevfikata tâbi tutulmuştur. Aynı R.G.'de 92/3895 sayılı kararlar da Asgari Kurumlar Vergisi oranı "0" olarak belirlenmiştir.

RSYO'ların pay sahipleri de kanuni kesintiler dışında, gelir vergisinden bağışık tutulmuştur. RSYO'lar bir anonim şirket olarak sermaye şirketi niteliğinde olduklarından Kurumlar vergisinin konusu alanına girerler. Bu sebeple elde ettikleri kurum kazancının vergilendirilmesi gerekirse aşağıdaki kanunun aynı bir maddesiyle kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.²⁹⁷

30. 12. 1993 tarih ve 21804 sayılı R.G.'de yayımlanarak yürürlüğe giren 3946 sayılı Kanun'un 30. mad. ile, 5422 sayılı K.V.K.'nun 8. mad.'si aşağıdaki biçimde değiştirilmiştir:

Mad. (8)- Dar mükellefiyete tâbi kurumlar dahil bu maddede yazılı kurum kazançları, Kurumlar Vergisinden müstesnadır.

- Kurumların tam mükellefiyete tâbi başka bir kurumun sermayesine iştiraklerinden elde ettikleri kazançlar, (Yatırım fonlarının katılma belgesi ile yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde edilen kâr payları hariç)

- Portföyünün en az % 25'i hisse senetlerinden oluşan MKYF'ları (döviz yatırım fonları hariç) ile aynı nitelikteki MKYO'larının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları,

- (a) bendi dışındaki MKYF ve MKYO'larının (döviz yatırım fonları hariç) portföy işletmeciliğinden doğan kazançları

- RSYF ve RSYO'larının kazançları,

- Gayri Menkul Yatırım Fon ve Ortaklıklarının kazançları.

²⁹⁶ 31.12.1992 Tarihli 21452 sayılı R.G.

²⁹⁷ Mükellefler Dergisi, "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve Nitelikleriyle Çalışma Kuralları", Lebib Yalkın Tayımları, Sayı:9, 1993, s. 13.

Böylece G.V.K.'nun mükerrer 39. mad.'si yürürlükten kaldırılmakla beraber iştirak kazançları KVK'nun 3946 sayılı değişik 8/1 mad.'de, kurumlar vergisinden müstesna kazanç olarak yeniden düzenlenmiştir.

4.6.2. Risk Sermayesine İlişkin Tebliğ'in Aksayan Yönleri

Risk Sermayesine ilişkin tebliğin aksayan yönleri aşağıdaki gibi sılanabilir.²⁹⁸

- Tebliğ'de yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve diğer yöneticiler ile pay sahipleri arasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarında uygulanacak esasların, esas sözleşmede belirtilmesinin gerektiği bildirilmekte ise de, RSYO'lara özgü durumlar açıkça belirtilmemiştir. Buna yönelik olarak SPK'nın Risk Sermayesi sözleşmesi ile ilk RSYO örneği olan Finans Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. esas sözleşmesinde'de çıkar tartışmalarının düzenlenmesine yönelik açıklamalar bulunmamaktadır.

- Tebliğ'de girişim şirketlerinin Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olmaları şartı yer almaktadır. Ancak yabancı ortaklı şirketler için Risk sermayesi yatırımlarıyla yurtdışına sermaye transferi gündeme gelmektedir. Kanunen bunda bir sakınca olmadığı görülmekte ise de, Türk fonlarıyla, yabancı ortaklı şirketlerin finanse edilmesi konusu, sermaye transferi açısından detaylı olarak açıklanması gerekirdi.

- Yatırım ortaklığı portföyündeki menkul kıymetlerin bir banka veya takas saklama A.Ş. nezdinde saklanması zorunluluğu bulunurken, RSYO için bu konuda hüküm bulunmamaktadır. Fakat RSYO'nun yatırımlarının az likit ve özel nitelikli olduğu göz önüne alındığında portföyün şirket bünyesinde saklanması bir sakınca oluşturmayabilir.

- Risk sermayesi yatırım portföylerinin değerlendirilmesi hususu, likiditesi olmayan küçük şirketlerin menkul kıymetleri söz konusu olduğundan, bir açıklık bulunması lazımdır.

- RSYO'lar bir RSYF olmadıklarından ortaklık kârı kesin likidasyonlar neticesinde oluşacaktır. Bu çerçevede SPK'nın "RSYO Mali Tablo Düzenleme İlkeleri" gerçekleştirilmesi gerekmektedir.²⁹⁹

- Tebliğ'in 25. maddesiyle "RSYO'ların kâr dağıtımına ilişkin hususlar, esas sözleşmelerinde serbestçe belirlenir." denilmektedir. Ancak hüküm, SPK'nun 15.

²⁹⁸ TUNCEL, a. g. e., s. 132-133.

²⁹⁹ Halihazırda, yatırım ortaklıklarının da mali tablo düzenine ilişkin özel bir düzenleme yoktur. Yatırım ortaklıklarının dönem kârı, kesin satışlar sonucunda oluşurken, portföydeki varlıklarının rayiç değerlerle pasiflerde özkaynaklar içinde "menkul kıymetler değer artışı" olarak gösterilmektedir.

mad.'si dışında kalmaktadır. RSYO'lara tanınan serbestilerin neleri içerdiği, SPK sözleşmesi ile belirlenerek açıklığa kavuşturulmalıdır.

- Tebliğ'in 18. maddesiyle RSYO'ların, ödünç para verme işleriyle uğraşamayacakları hükme bağlanmıştır. Bununla sermaye ortaklığının hedeflendiği açıktır ancak yalnız yeni proje finansmanı ile sınırlanan RSYO'lar için bu bir handikap olmaktadır. Zira genişleme ve yenileme kredileri risk sermayesi içerisinde önemli bir yer tutmaktadır.

- Eğer kredi verme imkânı tanınırsa, ödünç para verme işleri ile uğraşacakları, Hazine belirlediğinden, Hazine-SPK koordinasyonu gerekecek ve buna yönelik yeni bir hukuki düzenleme ihtiyacı olacaktır.

- RSYO, kamuyu aydınlatma, mali tablo düzenleme, bağımsız denetim, mali rapor ve bilgiler yönünden SPK'na tabidir. Bu bağlamda "RS Muhasebe Standartları Tebliği"ne ihtiyaç vardır.

- RSYO'ların hisse senetlerinin nakit karşılığı ve nama yazılı olması sınırlayıcı bir etken olmaktadır. Nama yazılı hisse senetlerinin satılabilirlik özelliği zayıf olmaktadır. Ancak burada RSYO ile yatırımcı arasındaki ilişkinin basit olabileceği düşünülmüştür.

Görüldüğü gibi RSYO düzenlemeleri, yatırım ortaklıkları baz alınarak yapılmıştır. Ancak bazı maddeleri uygulamaya göre revize edilmelidir.

RSYO'lar yatırımcı olarak, ancak borçlarına karşılık finans kuruluşlarına teminat vermekle yükümlü olmalıdırlar. Borçlanarak bir girişim şirketini finanse ederken, bu borç için RSYO, söz konusu girişim şirketine yaptığı yatırım tutarının, toplam yatırımlara oranı kadar teminat verebilmelidir. Teminat konusunda söz konusu tebliğde herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır.

Tebliğ'de hangi yatırım aşamasının finanse edileceği konusunda bir sınırlama mevcut değildir. Ancak, yatırım sözleşmesinde girişim şirketinin hangi yatırım aşamasının finanse edileceğinin belirtilmesi istenmektedir. Yatırım aşamaları ve türleri konusundaki sınırlamalara RSYO esas sözleşmesinde yer verilebilir.

4.7. Türk Risk Sermayesine Teklif Edilen Yapı

4.7.1. Risk Sermayesi Yönetim Şirketleri ve Risk Sermayesi Yatırım Fonları Yapıları

Risk Sermayesi Yönetim Şirketleri (RSYŞ) lerin yasal düzenlemesi, mevcut yapıda devre dışı bırakılmış olup sadece Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tebliğinin 21. maddesinde kısmi olarak yer almaktadır.

Dünya uygulamalarında RSYŞ'ler, risk sermayesi kuruluşlarını, RSYO esas sözleşmesi ile yönetim sözleşmesi çerçevesinde yönetici olarak kurup yöneten ortaklıklar olmakta, aynı zamanda portföy işletmeciliği faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bu şirketler yatırım yaptıkları şirket ile yatırımın koşullarını ve karşılıklı haklarını içeren bir "yatırım sözleşmesi" düzenlerler. RSYŞ'lerin faaliyetleri RSYO kurup, yönetmek ve bu kuruluşlara danışmanlık hizmeti vermekle sınırlandırılmıştır.

RSYŞ'lerin asli görevi, yatırım yapılacak olan projelerin belirlenmesi, analizinin yapılması ve değerlendirilmesi, gerektiğinde yatırımdan çıkılması amacıyla satılması, devredilmesi, halka arz edilmesi veya blok satışının yapılması, girişim şirketinin her türlü işlem, hesap, defter v.s. kayıtlarının tutulması, mali tablolarının hazırlanması, yatırımın başarılı olabilmesi için gerekli idari, teknik ve mali konularda danışmanlık hizmeti sunmasıdır. Tüm bu işlemlerin sıhhatli bir şekilde yürütülebilmesi amacıyla bünyesinde bir "Değerlendirme Komitesi" ile "Yatırım Komitesi" oluşturulmuştur. Bu komitelerde RSYO temsilcileri de bulunmakta ve masrafları RSYŞ tarafından karşılanmaktadır.

RSYŞ'ler, yönetimlerini üstlendikleri kuruluşlardan yönetim ücreti talep ederler. Yönetim ücreti, getiriye iştirak ücretinden, yıllık ücretten ve kuruluş ücretinden oluşmaktadır.³⁰⁰

RSYŞ'ne ilişkin olarak Ülkemizde yasal bir düzenleme mevcut olmamakla beraber S.P.K'na bir risk sermayesi kurumu olarak girmiştir. RSYŞ, RSYO'na yönetim danışmanlığı yapan uzman bir yönetim şirketi olarak aldığı kararlardan dolayı hukuki sorumluluğu olmamakla beraber yatırımları fiilen yönetmektedir. Ancak RSYŞ'ine ilişkin T.T.K'ından kaynaklanan birtakım hukuki problemler bulunmaktadır.³⁰¹ Risk sermayesi şirketinin halihazırda bir yönetim şirketi olması

³⁰⁰ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 202-203.

³⁰¹ T.T.K., "Şirket idare meclisi tarafından idare ve temsil olunur (317. mad.), Temsil ve idare işleri mürakasaza ve müdürlere bırakılabilir (315. mad.), Şirkete zarar verilmesi halinde yönetim kurulu üyelerinin şahsi sorumlulukları yoktur. Ancak kasdi zarar ve ihmâl durumunda ilgili üyenin sorumluluğu vardır (336. mad.). Bu durumda RSYŞ'nin yeri belirsizleşmekte ve sorumsuz bir hale gelmektedir.

sebebiyle RSYŞ'lere ihtiyaç olmadığı düşünülebilir. Zaten RSYO'da bir A.Ş. statüsündedir ve kendi yönetim kurulu bulunmaktadır.³⁰²

Fakat yine de Ülkemizde RSYŞ'lerin faaliyete geçmesi durumunda aşağıdaki hususların dikkate alınması gerekmektedir.³⁰³

- RSYŞ'lerin birden fazla RSYO kurup yönetebilmeleri için bu konuda aranacak olan kriterler olarak; kurulacak RSYO'ların yatırım amaçlarının farklı olabilmesi, RSYO'nun bu mevzuda açık onayının alınması ve yapılan yatırım tutarının belli bir meblağa (RSYŞ ve RSYO'nun sermayesinin belli bir oranına) ulaşması konuları dikkate alınmalıdır.

- RSYŞ'lerin sermayelerinin % kaç oranında risk sermayesi kuruluşlarına iştirakte bulunabilecekleri hususu ile kurup ve yönetecekleri bu kuruluşların sermayelerinin % kaçına kadar yatırım yapabilecekleri hususları belirlenmelidir.

- RSYŞ'lerin girişim şirketlerinin yönetim kurullarına bir veya birden fazla temsilci alıp alamadıkları hususları açıklığa kavuşturulmakla beraber RSYŞ'lerin yöneticilerinin, pay sahiplerinin, çalışanlarının ve risk sermayesi kuruluşlarına atadıkları yöneticilerinin, yönetimini üstlendikleri risk sermayesi kuruluşlarıyla aralarındaki olabilecek çıkar tartışmalarının hangi hükümlere isnat edilerek önlenebileceği belirlenmelidir.

- RSYŞ çalışanları ve ortakları girişimci şirketlere ayrıca ortak olabilmeleri halinde, ilgili kişilerin söz konusu yatırımlarla ilgili kararların alınmasında oy kullanabilmeleri ve yönettikleri bu kuruluşların mal varlıklarını kendi yükümlülükleri için teminat olarak gösterebilmeleri konuları açıklığa kavuşturulmalıdır.

- RSYŞ'lerin yönetimlerini üstlendikleri kuruluşların yatırım plânları ve projeleri konusunda edindikleri bilgiler hakkında "sır saklama" yükümlükleri belirlenmeli ve RSYŞ'ler söz konusu kuruluşların, yatırımcıların haklarını koruyacak şekilde yönetilmesinden, temsilinden ve mal varlığının korunmasından sorumlu tutulmalıdırlar.

- RSYO bünyesinde, yetkilerini RSYŞ'ye devredemeyecek bir "Karar Komitesi" oluşturulmalıdır. Böylelikle girişimci şirketleri arayarak bulan RSYŞ ile yatırım kararını veren Karar Komitesinin birbirinden bağımsız ve hatasız bir şekilde çalışması sağlanabilecektir.

³⁰² TUNCEL, a. g. e., s. 134-136.

³⁰³ ZAIMOĞLU, a. g. e., s. 203-205.

RSYF'larıysa, yatırım fonlarının portföyü risk sermayesi yatırımlarından oluşan özel bir tür olarak düşünülerek bu çerçevede yatırım fonları gibi "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"nin hükümlerine dahil olmalıdır.

Söz konusu Tebliğin 6. mad. ile danışmanlık müessesesi yatırım fonlarına da getirilmiş olup, 7. mad.'ye göre fon kurabilmek, Tebliğ ile belirlenmiş esaslara uyan ve Kurul'ca aranan nitelikleri taşıyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıklarına tanınmıştır.

RSYF fonlarının, Yatırım Fonlarının portföy sınırlaması, yönetim ilkeleri ve portföy değerlemesi gibi hükümlerine uyması mümkün görülmektedir.

Ayrıca kurucu bir banka özelliğinde olduğundan mali yeterlilik hususu ön planda bulunmaktadır. Yatırım fonları, fon varlığının %10'una kadar kredi alabilmesi çok daha geniş kaynaklara ihtiyaç duyabilecek RSYF için menfi bir görünüm arz etmektedir.

4. 7. 2. Risk Sermayesine Uygulanabilir Bir Model

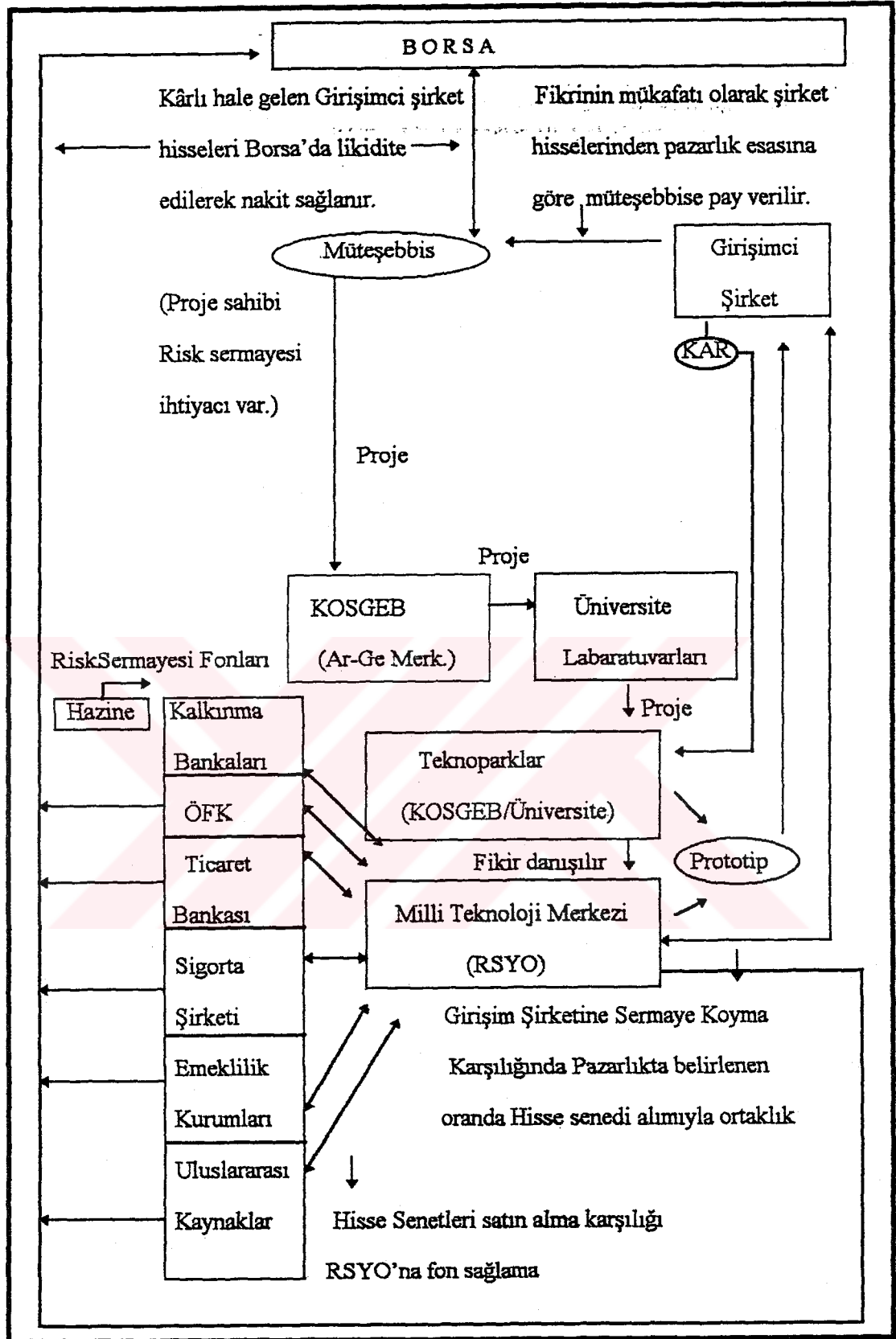
Ülkemiz şartlarında risk sermayesinin verimli bir şekilde uygulanabilmesi için mevcut uygulamalarda göz önüne alarak kapsamlı bir model öngörülebilir.

Bu modelde Milli Teknoloji Merkezinin kuracağı bir RSYO yer almakta ve bu devlet namına öncülük görevini üstlenen profesyonel bir yatırım kuruluşu olmaktadır. Burada RSYO hisselerini, Kalkınma ve Ticaret Bankaları, Sigorta şirketleri, Emeklilik Kurumu ve ÖFK'lar almaktadır. Kalkınma Bankaları asli bir görev üstlenerek hazine fonlarını aktarmada bir köprü vazifesi icra edeceklerdir. Ayrıca yatırım bankaları ile birlikte bir aracı kurum olarak düşünülüp işletmecilik tecrübelerinden faydalanılmaktadır.

Yatırımcı kuruluşlar kendileri proje seçmemekte bu iş tamamen üniversite bağlantılı teknoparklarda yapılmaktadır. Proje seçiminde objektif kriterlere yer verilerek ilmi değerler gözetilmektedir. Bu aşamada KOSGEB fonları devreye girerek proje seçimi ve değerlemesi finansmanını sağlayacaktır.

Ticari bir şirket olarak kurulmaya elverişli projenin belirlenmesinde Milli Teknoloji Merkezi RSYO ana işlevi görmekte fakat teknoparklar ile RSYO arasında ortak bir çalışma mevcuttur. Milli Teknoloji Merkezi RSYO, KOSGEB'in yatırım yapma işini üstlenen bir kuruluş olarak düşünülmemekte ancak bu işbirliği risk sermayesi yatırım ortaklığı kuran Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı ile de gerçekleştirilebilmek mümkündür.

Model'de Girişimci şirketin başarıya ulaşması halinde satışların belli bir yüzdesi teknoparklara aktarılmaktadır.



Şekil: 4.3. Risk Sermayesine Uygulanabilir Bir Model

Kaynak: TUNCEL, a. g. e., s. 153.

4.8. Sonuç ve Öneriler

Ölçek ekonomisinin olumsuz yan etkileri olarak ortaya çıkan güçlükleri ortadan kaldırmak için KOBİ'lere özgü finansal modeller geliştirilmiş ve uygulamaya konulmuştur. Bu modellerden en iyi bilinen ve başarılı örneklerinden birisi ABD'de uygulanmakta olan "Küçük İşletme Yatırım şirketleri" modelidir. Söz konusu model uygun piyasa koşulları çerçevesinde küçük işletmelerin yatırım ve işletme sermayesi finansman ihtiyaçlarını "kâr-zarar-risk" temeline dayalı olarak karşılamaya çalışan özel amaçlı küçük işletme finans şirketleridir.

Yukarıda bahsedilen modelin rekabetçi piyasa ekonomisi sistemi içerisinde Türkiye'de KOBİ'lerin kronikleşmiş finans sorunlarına etkin bir biçimde çözüm bulmak için uygulamaya konulması yerinde bir karar olarak görülebilir.

Risk sermayesi modelinin geliştiği ülkelerde KOBİ'lerin, yeni firmaların ve hatta zarar dahi eden firmaların hisse senetlerinin işlem gördüğü organize olmayan menkul kıymet borsaları mevcuttur. Halbuki Türkiye'de risk sermayesi sonucu ortaya çıkacak girişim şirketleri çoğu defa yeni ve KOBİ niteliğinde olacaklarından SPK koşullarını karşılayarak halka açılmaları ve hisse senetlerinin organize menkul kıymet borsalarında işlem görmesi mümkün görülmemektedir.

Modelin uzun dönemde başarılı olması için "mahalli borsaların" kurulması ve gelişmiş olması zorunludur. Sistemin ayrıca başarılı bir şekilde işlemesi için özellikle Teknolojik yenilik getiren projelerin üretilmesi ve uygun seçimi gereklidir. Bu projelere aktarılabilecek fonların risk sermayesi yatırım ortaklığı (Modelde öngörülen Milli Teknoloji Merkezi RSYO aracılığı ile) tarafından temin edilmesi ve projelerin uygulanması aşamasında yeterli teknik, mâli, hukuki ve pazarlama desteklerinin bulunması şarttır.

Risk sermayesi uygulamalarının sayısını ve verimliliğini artırmak için bâriz bir biçimde risk sermayesi yatırım ortaklıklarının kısa süreli borç ve kredi vermeleri yasaklanmalı, ancak hisse senedi, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ve varantlar aracılığıyla mâli destek vermeleri sağlanmalıdır.

Vakıfbank'ın bir kamu bankası olarak risk sermayesi uygulamalarında öncülüğü yapmasıyla beraber, diğer kamu bankaları ile özel sektörü temsilen TOBB ve büyük illerin sanayi odaları ve bazı büyük özel bankaların birlikte

kurucu olarak risk sermayesine katılmaları mutlaka sağlanmalı ve burada kamunun payı %49'u geçmemelidir.

Risk sermayesi sisteminde gelecekteki nakit akımları önemli olduğundan, şirketlerin gelişim sürecinin herhangi bir aşamasında veya gelecek vaat eden zor durumdaki şirketlere risk sermayesi yatırımı yapılmaktadır. Ancak Türkiyede sistemin özü olarak, şirket kurtarma veya esnaf kurtarma olmadığı, sistemin ancak güçlü bir sermaye piyasasının varlığı halinde bir anlam ifade edeceği söylenebilir.

Türkiye açısından önemli bir yeri olan ve rekabetin artırılmasına katkıları olacağı düşünülen KOBİ'lerin, yurtdışından teknoloji transferiyle desteklenmesi yanı sıra, risk sermayesi yoluyla da geliştirilmesi mümkündür.

Bu bağlamda daha ziyade yüksek teknolojiye yönelik yeni fikirleri olan ve gelişme potansiyelli küçük girişimcilere risk sermayesi sağlanarak, uluslararası alanda rekabet avantajı elde edilebilecek ve en önemlisi yeni alanların istihdama açılmasıyla işsizlik oranı düşecektir.

Türkiyede özel sektör RSYO'larının kurulması konusu ise, kısa dönemli beklentiler ve yüksek risklilik sebebiyle mümkün görülmemektedir. Özel sektör RSYO'lara yüksek tutarlı uzun dönemli fon sağlayabilecek ortakların mevcut olmaması da konunun diğer bir yönünü oluşturmaktadır. Vakıfbank'ın risk sermayesi girişimi hariç Yatırım Bankaları ve ÖFK'lar RSYO kurmada cesaretsiz görülmektedir.

Dünya uygulamalarında incelendiği gibi risk sermayesi, devlet desteğiyle başarıya ulaşmıştır. Bu durum, risk sermayesi verilecek projelerin değerlendirilmesinin yüksek uzmanlık, tecrübe ve geniş bilgi ağı gerektirmesi dolayısıyla, özel sektörün bu niteliklere sahip olmadığı şeklinde açıklanabilir.

Milli Teknoloji Merkezi'nin halka açılması yoluyla risk sermayesine yönelik fon girişi sağlanabilir. Böylece risk sermayesi sektörü özelleştirilecek ve devletin "ortak olma" şeklindeki risk sermayesine katkısı başarı sağlayabilirse, özel sektör risk sermayesi girişimleri özendirilmiş olacaktır.

Ülkemizde risk sermayesine yöneltilecek fonların daha çok stratejik ve hedef sektörlerle verilmesi gereklidir.

Ayrıca teşvik mevzuatımızın teknoloji ağırlıklı sektörlerle teşvik sağlayacak şekilde düzenlenmesi gereklidir.

Mahalli girişimcilerin, belediyelerin ve il özel idarelerinin girişimci şirketlerin ihtiyaç duyduğu risk sermayesi'ne nakit dışında, alet, edevat, makine v.b.

gereçleri sağlayarak katkıda bulunabilirler. Bu katkıları değerlendirmek amacıyla bir organizasyon oluşturulabilir.

KOSGEB fonları ise, daha çok proje desteği vermek amacıyla kullanılmalı, bu arada Kalkınma ve Yatırım Bankaları aracı kurum olarak, hazinenin risk sermayesi amaçlı vereceği fonları, risk sermayesi yatırım ortaklıklarına aktarmalıdır.

Sigorta şirketlerinin, emeklilik kuruluşlarının, bankaların ve ÖFK'ların kanuni teminatları konusu düzenlenerek, risk sermayesi yatırımlarına girişmeleri serbestleştirilmelidir.

Kanuni teminatlar olarak kabul edilen devlet borçlanma senetlerinin tutulması yanı sıra, belli bir oranda özel sektör menkul kıymetleri de tutulmalıdır. Böylece Borsada işlem görecekt RSYO hisse senetlerinin alınması da sağlanabilecektir.

Benzer şekilde ÖFK'ların, Yatırım Bankalarının ve Ticaret Bankalarının mecburi portföy sınırlamaları altına sokulması amacıyla gerekli mevzuat değişikliği yapılmalıdır. Bu kurumların mevduatlarının veya genel kaynaklarının asgari %2'lik bir kısmını kurulacak RSYO'ların hisse senetlerine yatırımları sağlanmalıdır.

Devletin RSYO hisse senetlerini alarak ortak olması uygun görülmekte fakat bu ortaklığın %50'yi aşmaması ve yönetimine katılmaması gerekmektedir.

Bankaların halihazırda RSYO hisse senetlerine yatırım yapmalarını sağlayacak teşvikler olmaksızın risk sermayesi alanına girmeleri, bankalar üzerinde bir mali yük oluşturacaktır. Bu yükün kaynak maliyetlerine yüklenmesi durumunda oluşabilecek ters etkilerden kurtulmak için, RSYO'lara yapılan yatırımlardan sağlanan kâr paylarının bankalar için vergi dışı bırakılması gereklidir.

Türkiye'de bu modelin uygulamalarının artırılmasıyla;

- Tasarruflar doğrudan sabit sermaye yatırımlarına aktarılacağından sanayileşmeye katkıda bulunulacaktır,

- Yapılacak yatırımların önemli bir kısmı teknolojik yenilik ve gelişmelere yönelik olduğundan teknolojik gelişim hız kazanacaktır,

- Küçük tasarruflar, sanayi yatırımlarına dönüşeceğiinden yeni ürün ve hizmetler ekonomiye kazandırılacaktır,

- Dinamik, üretken, çoğunlukla genç fakat yeterli finansman gücü olmadığından meydana çıkamayan yeni bir "müteşebbis zümresi" meydana getirilecektir. Dolayısıyla model başarıyla sürdürülebilirse, elverişsiz şartlarda dahi bulunan gayretli kişilerin bir iş sahibi olabileceği fikri yaygınlaşmış olacaktır,

- Kurulacak RSYO'lar sürekli sermaye piyasasında faaliyette bulunacaklarından, Türk Sermaye Piyasasının gelişmesine katkıda bulunacaklardır,

- Özelleştirme çalışmalarının gündemde olduğu Türkiye'de risk sermayesi çalışmalarının artırılması ve geliştirilmesine yönelik faaliyetlerin yapılması, özelleştirmeden beklenecek neticelerin elde edilmesi için büyük bir önem taşıyacaktır.

Batı Avrupa uygulamalarında olduğu gibi risk sermayesi fonlarının, yüksek teknoloji yoğun olmayan hatta hiç gerektirmeyen yatırım sahalarına da aktarılabilirdiğinden hareketle, henüz sanayileşme hamlesini tamamıyla gerçekleştirememiş olan Türkiye'de de bu fonlar, sanayi yatırımlarına rahatlıkla yönlendirilebilir.

Devlet, ABD ve Japonya'da olduğu gibi bir "Küçük İşletme Yatırım Yasası" hazırlayarak, bu yasa çerçevesinde kurulacak "Küçük İşletme Yatırım Şirketleri"nin özellikle küçük işletmelerin gelişme gösterdiği bölgelerde (GAP Bölgeleri dahil) kurulmasını teşvik etmelidir. Bir tür mahalli kalkınma ajansları niteliğine sahip bu özel şirketlere, özsermayeleri oranında, devlet risk sermayesi fonundan destek sağlanarak bazı durumlarda zarar etmeleri karşısında bu zararları garanti altına alınmalıdır.

Mevcut finansal kuruluşların, büyük holdinglerin ve işletmelerin, "Özel Risk Sermayesi Şirketleri"ni kurmaları için, teşvik bazında vergi yasalarında düzenlemelere gidilmesi gerekmektedir. Devlet, başlangıç aşamasında bu tip özel risk sermayesi yatırım ortaklıklarına, azami %49 oranında ortak olabilir.

Risk sermayesi fonuna bir destek olarak, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının yatırım portföylerinde belli oranda, risk sermayesi şirketlerinin ihraç ettiği girişim şirketlerine ait hisse senetlerini bulundurmaları sağlanmalıdır.

Avrupa'lı KOBİ'lere yeni bir borsa olarak kurulan EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation) benzeri bir "Küçük Şirketler Hisse Senedi Borsası" Türkiyede de kurulmalıdır.

Sonuç olarak, atâletle savaşılan Türkiye'nin risk korkusunu bir tarafa atıp iktisadi büyümesi ve teknolojik olarak gelişmesi için tek çıkar yol, orjinal projelerin, küçük ve yeni şirketlerin desteklenmesidir. Ayrıca yukarıdaki gibi bir borsanın risk sermayesi'nin işlerliği açısından faydalı olacağı önerilebilir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

KİTAPLAR:

Abdurrahman FETTAHOĞLU, **Riziko Sermayesi Finansı, Koşulları ve İşleyişi**, KOSGEB Yayınları, Trabzon, 1992.

AET'de Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler ve Türkiye, İktisadi Kalkınma Vakfı, Mayıs 1988.

Ali CEYLAN, **Finansal Teknikler**, Uludağ Üniversitesi Güçlendirme Vakfı Yayınları, Yayın No: 75, Bursa, 1993.

Ali Sait YÜKSEL, **Para Bulma ve Yatırım, İşletmelerde Sermaye Yönetimi**, 3. Baskı, İstanbul, AR Basım Yayın Dağıtım, 1982, s. 247.

Atilla GÜÇLÜ, **Teknoparklar ve Savunma Sanayinin Geliştirilmesindeki Roller**, Savunma Sanayii Müsteşarlığı Yayınları, Yayın No:7, Ankara, 1991.

Ayhan ŞENYUVA, **Cesaret Sermayesi**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Yayın No: 311, Doğu Matbaacılık, Ankara, 1990.

Ayşe EGE, Ufuk ACAR, **Avrupa Topluluğu İle Gümrük Birliği Kapsamında Küçük ve Orta Boy İşletmeler**, KOSGEB Yayınları, Tübitak Matbaası, Ankara, 1993.

David GLADSTONE, **Venture Capital Handbook**, Prentice Hall Pub., USA, 1988.

Doğan TUNCER, **Pazarlama**, Gazi Yayınları, Ankara, 1992.

DPT, VI. Beş yıllık Kalkınma Planı ÖİK Raporu, **Sosyal Güvenlik ve Sağlık Hizmetlerinin Rasyonalizasyonu**, Ankara, 1991.

Erol EREN, **Stratejik Planlama ve Yönetim**, İşletme Fakültesi Yayınları, Yayın No: 234, İstanbul, 1990.

F.Esra İŞERİ, Risk Sermayesi , Biar & Konrad Adenauer Stiftung Yayını, Ankara, 1993.

Gültekin RODOPLU, Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, 1.Baskı, İstanbul, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı, Yayın No: 459-692, Yayılım Matbaası, 1993.

Hakan KARALAR, Ülkemizde Girişimcilik ve Risk Sermayesi, Ankara Genç İş Adamları Derneği Yayını, Ankara, 1990.

Hamdi DÖNDÜREN, Delilleriyle Ticaret ve İktisat İlimihali, Erkam Yayınları, Yayın No:75, İstanbul, 1993.

İlyas ÇELİKOĞLU, Sosyal Güvenlik Sistemlerinin Finansman Yöntemleri ve Türkiye Uygulaması, DPT Yayınları, Yayın No: 2355, Ankara, 1994.

İzlem SEZGİN, Risk Sermayesi ,Türkiye İş Bankası Yayınları, Kasım, 1993.

James W. HENDERSON, Obtaining Venture Financing, Principles and Practices, Heath and Company, USA, 1988.

Kemalettin ÇONKAR, Kalkınma Bankacılığı ve Türkiye'deki Uygulama, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 374., Eskişehir, 1988.

Kenan TUNÇOMAĞ, Sosyal Güvenlik Kavramı ve Sosyal Sigortalar, 2. Baskı, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, Yayın No: 659, 1982.

Kürşat TUNCEL, Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi, 1. Baskı, Ankara, S.P.K. Yayınları, Yayın No: 37, Pelin Ofset, 1996.

Mehmet KÜÇÜKÇİRKİN, Üniversite-Sanayi İşbirliği, Ülke Sanayisi ve Ekonomisi Açısından Önemi, TOBB Yayınları, Yayın No: 158, Ankara, 1990.

**Mete BİLGİÇ, Müteşebbisi Desteklemeye Yönelik Krediler, KOSGEB
Klavuzu-7, Ankara, 1993.**

**Murat DOĞU, Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye S.P.K. Yayınları,
Yayın No:27, Ankara, Ocak 1996.**

**Oktay ALPUGAN, Küçük İşletmeler, Kavramı, Kuruluşu ve Yönetimi, Karadeniz
Teknik. Üniv. Basımevi, Trabzon, 1988.**

**Oktay AYDIN, İ. Melih BAŞ, "2000'li Yıllara Doğru Risk Sermayesi ve Türkiye
İçin Bir Model Önerisi", III. İzmir İktisat Kongresi Tebliği,
D.P.T. Yayınları, 4. Cilt, 1993.**

Ömer DİNÇER, Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası, İstanbul, 1992.

**Özdemir AKMUT, Risk Sermayesi, A.Ü. SBF., İşl. Ek. Araş. ve Uyg. Merk.,
Hizmete Özel Baskı, Ankara, 1990.**

**Öztin AKGÜÇ, Orta ve Uzun Vadeli Krediler ve Finansman Kurumları, Türkiye
Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 47., Ankara 1975.**

Redhouse İngilizce-Türkçe Sözlük, 1993.

**Robert C. PEREZ, Inside Investment Banking ,Praeger Publishers Printed
In TheUnited States Of America, 1984.**

**Serpil CANBAŞ, Küçük İşletmeciliği ve Girişimciliği Teşvik Aracı Olarak
Risk Sermayesi ve Türkiye' de Uygulama Olanakları,
Tes-Ar Yayınları, No:6, Ankara, 1992.**

**Sevinç AKBULAK, Şirketlerin Halka Açılması, Sermaye Piyasası Kurulu
Yayınları, Yayın No: 28, 1991.**

**Sudi APAK, Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler , Emlak Bankası
Yayınları, İstanbul, 1993.**

Summer N. LEVINE, *Financial Analysts's Handbook*, Dow Jones Irwin Inc. Illinois, 1975.

Tamer MÜFTÜOĞLU, *Küçük İşletmelere Yönelik Devlet Politikaları*, TES-AR Tartışma Notları, Yayın No: 3, Ankara, 1993.

Tansu ÇİLLER, Murat ÇİZAKÇA, *Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri*, İSO Yayınları, Yayın No: 1989/7, İstanbul.

Tezer ÖÇAL, *Para ve Banka*, 2. Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 74, Meteksan Baskı, Ankara, 1985.

Tezer ÖÇAL-Ö.Faruk ÇOLAK, *Para-Banka*, 1. Baskı, Ankara, İmge Kitabevi Yayınları, Yayın No: 3, 1988.

Tony LORENZ, *Venture Capital Today*, Woodthead Faulkner, 2 nd. ed., London, 1989.

Tülay ZAIMOĞLU, *Risk Sermayesi ve Türkiye' de Uygulama Olanakları*, 1. Baskı, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:19, Pelin Ofset, 1995.

TÜSİAD, *Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Kaynakları*, Yayın No: 96., 1996.

Ümit GÜCENME, *Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 181, Ankara, 1994.

Vehbe ZUHAYLİ, *İslam Fıkhı Ansiklopedisi*, Cilt 6, Feza Yayıncılık, İstanbul, 1994.

Yusuf EKİNCİ, *Ahilik*, 3. Baskı, Ankara, 1991.

DERGİLER, MAKALELER VE RAPORLAR:

Ahmet KURTCEBE ALPTEMOÇİN, "Modern Finansman Kurumları ve KOBİ'ler...", *Tosyöv Dergisi*, Sayı: 31, Mart, 1994.

Akın ÇAKMAKÇI, "Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Yasa Tasarısı Hazırlandı",
Ankara Sanayi Odası Dergisi, ASOMEDYA, Ekim, Ankara,
1995.

**Ankara Sanayi Odası Dergisi, ASOMEDYA, "KOBİ'lere Yurtdışından
Kaynak", Nisan, 1995.**

**Ankara Sanayi Odası Dergisi, "Küçük ve Orta Boy Sanayi İşletmelerinin
Sorunları", Sayı:95, Kasım-Aralık, 1989.**

**Ankara Sanayi Odası Dergisi, ASOMEDYA, "KOBİ'ler Kaderine Terkedildi",
Ocak, 1996.**

**ASOMEDYA, "Teknopark Dönemi Başladı", Ankara Sanayi ve Ticaret Odası
Dergisi, Ekim, 1995.**

A. William SAHLMAN, "The Structure and Governance of Venture Capital
Organizations", **Journal of Financial Economics, 27, (2), 1990.**

Bağ-Kur, SSK, Emekli Sandığı Aylık İstatistik Bültenleri ve Faaliyet
Raporları, 1995.

Bahtiyar UZUNOĞLU, "Sigorta Şirketlerinin Mali Bünyelerinin Güçlendirilmesi
ve Menkul Değerlere Yatırım", **Para ve Sermaye Piyasası
Dergisi, Ekim, 1988.**

Cahit YILMAZ, "Venture Capital (Risk Sermayesi)", **İktisat , İşletme ve
Finans Dergisi, Sayı: 90, Eylül 1993.**

Caner ERTUNA, "Türkiye'de Risk Sermayesi Sistemi", **Yaklaşım, Sayı:11,
Kasım, 1993.**

Cengiz EROL, "Faizsiz Kredi Modeli, Venture Capital Finansman Modeli,"
Bankacılar Dergisi, Sayı: 8, Nisan 1992.

Ekonomist Dergisi, "Risk Sermayesine Adım Adım...", Şubat, 1992.

Emel ALKAN, Haluk AYTEKİN, Hakan KILDOKUM, Araş. Grubu., "Küçük ve Orta Ölçekli İşletme Finansmanında İngiliz Modeli, 3İ", **Uzman Gözüyle Bankacılık**, Aralık 1995.

Ergün TÜRKCAN, "Küçük Girişimci Sermayesi (Venture Capital) Hakkında", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Sayı 93, Kasım 1986.

Fahrettin ERSOY, "Türk Banka Sistemi'nde İştirakler (1980-1987)", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Haziran, 1988.

Fehmi GÜLTEKİN, "42. Yılında VAKIFBANK", **Dünya Gazetesi Eki**, 11 Temmuz 1996.

Gülgün AKBABA, "Kalkınma İçin Çıkış Noktası, Bilim ve Teknoloji", **Bilim ve Teknik Dergisi**, Eylül, 1994.

Gunter RICHER, "Venture Capital", 30 Haziran-5 Temmuz 1985 Tarihli Konferans, İzmir/Çeşme, **Recent Developments İn Capital Markets İn Turkey**, S.P.K. Yayınları, Yayın No: 2, 1990.

Halil SARIASLAN, "Venture Capital (Risk Sermayesi) Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulama Olanakları", **ASO Dergisi**, Sayı 113, Ocak- Şubat, 1992 Eki.

Halit ŞARLAK, "Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansal Sorunları", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Sayı: 113, Temmuz, 1988.

Hayal GÜZELHAN-Mediha AĞAR, "İlk Halka Arzlarda, Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arzların Piyasa Performansları", SPK Yayınlanmamış Araştırma Raporu, Araş. Geliş. Dairesi No: 9116, 1991.

Hazine Müsteşarlığı, Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri, Aralık, 1995.

- İ. Cem ÖZKÖK, "Bir Finansman Türü Olarak Risk Sermayesi (Venture Capital) ve Uygulama Örnekleri", D.E.Ü., İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt :7, Sayı :1, İzmir, 1992.
- İTAS, İzmir Bilim ve Teknoloji Parkı Hakkında Komisyon Raporu, İzmir, 1990.
- Lale Erdem KARABIYIK, "Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi, SBE, 1993.
- Levent VARLIK, "Risk Sermayesi Finansmanı ", Muhasebe, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 44- 45, Kasım-Aralık, 1989.
- Mehmet ERKAN, "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansman Sorunları ve Dış Kaynaklı Krediler", A.Ü. Afyon İ.İ.B.F Yıllığı, Anadolu Üniv. Yayınları, Yayın No: 450, Eskişehir, 1990.
- Muazzez BABACAN, "Yolun Çok Başındayız", Ankara Sanayi Odası Dergisi, ASOMEDYA, Ekim, Ankara, 1995.
- M.Berra ALTINTAŞ, "Bir Finans Tekniği Olarak Risk Sermayesi", Sermaye Piyasası Dergisi, Sayı: 94, Aralık 1986.
- Mükellefin Dergisi, "Risk sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve Nitelikleriyle Çalışma Kuralları" Lebib Yalkın Tayımları, Sayı:9, 1993.
- Nur ÖZTÜRK, "Risk Sermayesi Yolda", Trend Dergisi, Mart, 1994.
- Nuşin ÇAĞLI, "Risk Sermayesi", Girişim Dergisi, Tosyöv Yayınları, 1995.
- O.DTÜ Teknopark A.Ş., Ön Fizibilite Raporu, ODTÜ, Ankara, 1989.
- Özdemir AKMUT, "KOBİ'lerde Fonların Kullanımı", Ankara Ticaret Odası Dergisi, Sayı: 9, Şubat-Mart, 1991

Özer ERTUNA, " Küçük ve Orta Boy İşletmeler Kredi Bulmada Zorlanıyor", İSO Dergisi, Mart, 1987.

Rahmi KAYA, " Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları", Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü Yeterlik Ettüdü, Ankara, Haziran, 1992.

Rıfat ESEN, "Venture Capital", Dünya Gazetesi, 20.10.1989.

Sadi UZUNOĞLU, "Yeniliğin Finansmanı; Risk Sermayesi", BUSİAD'dan Bakış Dergisi, Eylül, 1994.

Selim SOYDEMİR, "Risk Sermayesi, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Gazi Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayınları, Sayı No: 11, Ankara, 1994.

Sigorta Murakabe Kurulu, 1992 Yılında Türkiye'de Sigorta Faaliyeti Hakkında Rapor.

Soner AKSOY, "Bilim Politikası ve Sanayi-Üniversite İşbirliği", Zaman, 10 Aralık, 1994.

Swee-Sum LAM, "Venture Capital Financing : A Conceptual Framework", Journal Of Business Finance and Accounting, 18 (2), January, 1991.

The Economist, "Venture Capital, Something Gained", October, 29 Th, 1994.

Ülkü DAĞDELEN, "Risk Sermayesi", İşletme ve Finans Dergisi, Mart, 1989.

Yalçın ATLI, Milliyet, 6 Ekim 1993, s. 8.

KANUNLAR

2.5.1985 Tarihli, 18742 sayılı R.G.

31.12.1992 Tarihli, 21452 sayılı R.G.

26.12.1992 Tarihli, 21447 sayılı R.G.